

GURUS

ENRIQUEÇA COM AÇÕES



JOÃO PICCIONI

MAX BOHM

GURUS

ENRIQUEÇA COM AÇÕES

João Piccioni e Max Bohm

GURUS

ENRIQUEÇA COM AÇÕES



2018

© Empiricus, 2018
Todos os direitos reservados

Organização e edição | Rafael Brandimarti
Coordenação do projeto | Priscila Vieira
Revisão | Erika Sá
| Sandra Guerreiro
Diagramação | Marina Fiorese
Ilustração | Robson Siqueira
Foto de capa | Raphael Lopes

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Bohm, Max
Gurus / Max Bohm; João Piccioni. - São Paulo :
Empiricus, 2018.
192 p.

ISBN: 978-85-92581-28-2

1. Riqueza (Finanças pessoais) I. Título.

CDD-332

Índices para catálogo sistemático:
1. Finanças : Administração : Economia 332

Empiricus
Pátio Victor Malzoni
Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 3477 – Torre B – 10º andar
CEP 04538-133 - Itaim Bibi, São Paulo, SP
www.empiricus.com.br

SUMÁRIO

Prefácio	10
Introdução	16
Capítulo 1	
Bruce Greenwald: o professor	20
Capítulo 2	
Seth Klarman: o cético.....	36
Capítulo 3	
Philip Fisher: o detalhista.....	56
Capítulo 4	
Howard Marks: o generalista	76
Capítulo 5	
Joel Greenblatt: o mágico.....	94
Capítulo 6	
Peter Lynch: o investigador	108
Capítulo 7	
Charles Munger e Warren Buffett: “o Casal 20”	126
Capítulo 8	
John Templeton: o desbravador	146
Capítulo 9	
Benjamin Graham: o pioneiro.....	162
Capítulo 10	
Conectando as ideias	
Por João Piccioni.....	179
Por Max Bohm.....	185

AGRADECIMENTOS

Este livro é o resultado de meses de estudos e debates que tinham como único objetivo trazer para você, leitor, as melhores ideias dos gurus do mercado de ações.

Para que as gravações dos debates e os textos resultantes desse trabalho pudessem ser transcritos nas próximas páginas, foi necessário um grande esforço da equipe da **Empiricus**.

Assim, gostaríamos de agradecer imensamente o comprometimento de cada um para que este projeto se tornasse realidade.

Primeiramente, nosso muito obrigado aos sócios-fundadores desta empresa, à qual temos orgulho de pertencer. Ao Caio Mesquita, ao Rodolfo Amstalden e ao Felipe Miranda, nossos agradecimentos sinceros pela confiança no nosso trabalho.

Em seguida, não poderíamos deixar de agradecer aos nossos editores-assistentes Fernando Ferrer, Guilherme Ebaid e Enzo Pacheco pelo trabalho árduo no processo de confecção deste livro. Sem vocês, não seria possível.

Um muito obrigado a Priscila Vieira, Rafael Brandimarti, Erika Sá, Sandra Guerreiro, Giovanna Santurbano, Lucas Campelo, Ricardo Tozo, Pedro Fogaça, Robson Siqueira, Thales Mairesse, André Gradim, e à ilustre área de Audiovisual, composta por Nelson Carneiro, Renzo Fedri, Giovanni Branchini, Aline Nunes, Kauê Agostinho, Raphael Lopes e Lucas Barbeiro, sempre prestativa e cuidadosa com o nosso projeto.

Por último, mas não menos importante, gostaríamos de agradecer às nossas queridas famílias, que compreenderam a importância do projeto e nos incentivaram para que este livro se tornasse uma realidade.

João Piccioni e Max Bohm

*À Empiricus, que nos proporcionou a oportunidade de ajudar o
investidor comum a ganhar dinheiro como gente grande.*

PREFÁCIO

Alívio e felicidade. Fui tomado por esses dois sentimentos quando João e Max assumiram a pesquisa de ações na **Empiricus**. Eu estava à frente daquilo há alguns anos e, no fundo, já sabia: não tinha mais a mínima condição de continuar como head of research. Nossa capacidade de pesquisa precisava ser alçada a um novo patamar. Eu era incapaz de dar esse passo.

Quando pode ou deve o fundador de uma companhia abrir mão de um cargo técnico para assumir uma função mais executiva e de liderança?

Conforme cresce, a empresa demanda uma função de gestão mais dedicada e focada. A organização pede isso, numa sede insaciável e ascendente. O conhecimento, a visão de mundo, os processos, tudo precisa ser institucionalizado e transmitido da cabeça do fundador para a cultura organizacional, de maneira estruturada e, ao mesmo tempo, visceral. Esse cara não pode continuar vestindo a mesma farda de antes.

Há uma contrapartida, claro. Como deixar o cargo técnico sob responsabilidade alheia? Se Jeff Bezos está certo e tudo que interessa é o foco no cliente (eu acredito nisso!), então precisamos fazer chegar até ele o melhor produto possível. No caso das sugestões de ações, precisamos garantir que estas sejam as mais diligentes e rentáveis possíveis, respeitando a essência e a filosofia daquela casa de pesquisa de finanças e economia. O substituto poderá elevar ou, ao menos, manter o padrão?

Sensação de medo e algum pavor.

Delegar sempre foi uma tarefa difícil para mim. A **Empiricus** é como se fosse uma filha mais velha. Por muito tempo, resisti a entregar a responsabilidade de seus produtos a outras pessoas. Como assim alguém vai sair com a minha prole sem os olhares do pai idiota e ditador?

Até que, de repente... poft! Aconteceu. Não foi algo forçado ou desgostoso. Ocorreu de forma orgânica e natural. Foi fácil perceber que, a partir daquele momento, eu poderia me afastar e entregar-lhes o manche.

E isso foi possível por uma razão objetiva: eles eram claramente muito melhores do que eu. Assim, passar o bastão significaria não somente o cumprimento de uma demanda organizacional, mas um benefício em favor dos leitores cujas decisões de investimento seriam mais bem assessoradas. Sempre tive para mim que me afastaria quando não fosse mais o melhor para a função. Tinha chegado a hora.

João e Max carregam, ao mesmo tempo, duas habilidades formidáveis e se completam mutuamente. Juntos, conseguem olhar a floresta como um todo e gerar ideias de investimento fora da caixa, ao mesmo tempo em que nutrem capacidade de analisar a nervura de cada folha. Esse viés mais detalhista, minucioso e meticuloso, ávido por perseguir nuances contábeis valiosas escondidas nas notas de rodapé das demonstrações financeiras, é algo que eu mesmo nunca tive – e se o alcançasse um dia, já o teria perdido, à medida que as demandas organizacionais me aspiraram para dentro de um buraco negro de reuniões burocráticas, conversas protocolares e cafezinhos com pessoas cujos cintos combinam com os sapatos.

Também lhes foi dado o raro dom da paciência e da serenidade, requisitos essenciais para o investidor em ações, um bicho necessariamente com horizonte temporal de longo prazo. Para o investidor – não confundir com o trader ou o especulador –, ações são pedaços das empresas e, por mais incrível que possa parecer, empresas obedecem a ciclos empresariais. Por sua vez, estes são um tanto diferentes dos ciclos dos day trades. Não preciso explicar as razões.

Para completar, tudo acompanhado de erudição e muito conhecimento na área – sem isso, nada feito. Os dois conhecem com profundidade todas as técnicas, todo o instrumental analítico e a abordagem dos investidores mais relevantes para se ganhar dinheiro com ações.

Não conheço um único grande investidor de Bolsa que não tenha lido muito, que não faça da leitura e do conhecimento da técnica um hábito recorrente. A partir do contato com outras situações e escolas, desenvolve-se um arsenal de instrumentos para se tomar as próprias decisões.

E isso não somente a partir da modelagem e do que seria considerado racionalidade estrita conforme os preceitos da Teoria Econômica tradicional, mas também no sentido de que vai se desenvolvendo uma gama de ferramentas em prol do “pattern recognition” (reconhecimento de padrões) e da intuição, por sua vez ligada ao conhecimento tácito.

“Vejo a Stone agora e me lembro exatamente do que aconteceu com a Square.” “Percebo essa companhia fazendo o mesmo turnaround que Buffett observou em meados dos anos 80.” “Bruce Greenwald falou de um caso igual a esse em sua aula em Columbia.” E por aí vai. Coisas que ficam armazenadas na parte detrás do nosso cérebro e que são espontaneamente trazidas à superfície por similaridade.

É esse conhecimento que está sendo levado até você por meio deste livro. Nas próximas páginas, João e Max detalham a abordagem de cada um dos autores mais relevantes para se ganhar dinheiro com ações.

Os métodos são apresentados não somente para satisfazer uma curiosidade intelectual ou observar uma proposta arqueológica ou histórica. Tudo é feito visando à prática, à aplicação da técnica de um terceiro em sua própria tomada de decisão.

Com este livro, o investidor poderá conhecer toda a teoria e prática mais efetiva para ganhar dinheiro no mercado acionário. Preparado para a guerra, ele mesmo poderá aplicar o conhecimento, transformando a abordagem dos grandes mestres em lucro para seu bolso. Sobre os ombros de gigantes, a amplitude da visão aumenta, assim como suas possibilidades de ganhar dinheiro.

E, para que as coisas não fiquem soltas ou jogadas como capítulos desconectados entre si, o capítulo final sintetiza e liga cada um dos mestres, propondo uma abordagem inteiramente única e original, alinhada à essência e à filosofia da própria **Empiricus**. Uma mistura sinestésica de múltiplas influências, transformada num método proprietário por esses dois brilhantes financistas.

Fique claro: embora estude as questões com profundidade acadêmica e viés científico, este não é um livro teórico. É uma obra feita para ajudar a pessoa física a ganhar dinheiro. E ponto. No fim do dia, as finanças pertencem aos praticantes.

Para transmitir a mensagem de maneira eficiente, a linguagem por todo o tempo foca a prática, abordando tudo de forma técnica, mas sem tecnicismos – essas coisas são bem diferentes. Do mesmo modo, é ciência aplicada sem cientificismo.

Vencem os debates ideológicos e as teorias com as melhores regras de retórica, para desafiar a noção de que os embates dialéticos são definidos por superação positiva, em que “vence o melhor”. Toda a teoria econômica evoluiu assim. Daí a importância de uma boa comunicação. Por isso que tudo é feito com linguagem direta e acessível, exatamente conforme a nossa missão neste mundo – a simplicidade é a maior das sofisticações.

João e Max não produziram apenas um livro. Eles cumpriram com um propósito: o de aproximar a pessoa física, o cidadão comum, das melhores técnicas possíveis para aplicar seu dinheiro em ações e fazê-la ganhar dinheiro como os grandes profissionais, quebrando o estereótipo clássico de que esse sujeito estaria condenado e enjaulado em possibilidades medíocres para aplicar suas economias.

Estão aí todas as melhores ideias do mundo em finanças, sintetizadas e traduzidas para a pessoa física. Você pode pegar aquela que achar mais adequada a seu perfil ou adaptar algumas delas, criando suas próprias lentes de contato para enxergar o mundo financeiro. Alternativamente, pode recorrer à síntese final, com uma conclusão precisa de todo o processo. O investidor pessoa física pode ganhar tanto dinheiro quanto o profissional. Ele está apenas a um passo – ou a um livro – dessa conquista.

*Felipe Miranda, sócio-fundador, CEO e
estrategista-chefe da Empiricus*

• INTRODUÇÃO •

APRENDENDO
(COM OS MESTRES)
A INVESTIR MELHOR

O investimento em ações ainda traz ao investidor iniciante uma aura de mistério. Por que seus preços oscilam? Quais são os motivos que levam à escolha de uma ação em detrimento de outra? O que realmente se deve olhar ao escolher uma ação?

Essas e outras dúvidas não trazem respostas únicas e objetivas. O investimento em ações não é cartesiano e a história nem sempre se repete. As nuances que diferem as situações de cada uma das ações podem provocar estímulos e comportamentos totalmente díspares em seus investidores e, conseqüentemente, em seus preços.

Na verdade, esses questionamentos te acompanharão por toda a sua vida de investidor. A impressão de que o investimento em ações às vezes foge do controle é natural e não é exclusiva dos neófitos no tema. Warren Buffett, Charlie Munger, Howard Marks, Joel Greenblatt e todos os demais gurus sobre os quais falaremos nas páginas a seguir certamente ainda carregam um pouquinho desse desconforto.

E, muito provavelmente, essa foi a faísca que os estimulou a criar os estratagemas que tornaram cada um deles vencedores no mercado financeiro global. E eles não ficaram bilionários à toa. Competência, visão e sorte foram aliadas imprescindíveis nas trajetórias desses verdadeiros mestres.

No fundo, deve ter sido a sensação da falta do domínio do todo proporcionada pelo emaranhado de notícias e informações que proveu o alimento necessário para que eles criassem suas linhas de pensamento e testassem as suas convicções. Após inúmeros erros e acertos, esses grandes mestres elaboraram técnicas de avaliação de ativos, estratégias de montagem de portfólios e formas de atuação que culminaram no desenvolvimento de filosofias de investimento capazes de transcender aos testes do tempo.

E nada é mais importante para o investidor pessoa física do que aprender sobre essas receitas de sucesso. Nossa missão é relativamente simples: trazer para você, por meio de um bate-papo sem regras,

o *modus operandi* de alguns dos mais renomados pensadores (ou investidores) do mercado financeiro, mais especificamente do mundo das ações.

Já faz algum tempo que vínhamos discutindo a compilação de um livro com esse propósito. A questão principal que pairava no ar estava relacionada ao formato ideal para se transmitir o conteúdo. As pinceladas em tons dissertativos, já presentes em nossas publicações aqui na **Empiricus**, talvez pudessem se tornar um pouco cansativas, na medida em que poderiam soar como releituras mais técnicas. Ao final, decidimos por um modelo de diálogo, construído a partir de longas conversas sobre os nossos gurus.

Obviamente, a leitura aqui proporcionada não visa ser a última palavra sobre cada um deles. Longe disso. O nosso objetivo foi mostrar para você um pouco do legado de cada um deles, ressaltando pontos positivos e negativos dos seus processos de investimentos. Afinal, ao pinçarmos o que cada um tem de melhor, podemos nos tornar investidores melhores e mais bem preparados para enriquecer com ações.

Apesar da simplicidade da missão, sabemos que ela não é fácil. Para aqueles que estão começando agora, alguns termos podem soar como jargão. Procuramos desmistificá-los ao longo da nossa conversa – o Glossário também foi pensado para ajudá-lo. Não deixe de consultá-lo. Mesmo para aqueles que já possuem algum domínio dos termos mais técnicos, fica o convite para repassá-los!

Além disso, muitas visões desses grandes investidores por vezes precisam ser contextualizadas. Procuramos fazê-lo dentro do possível, formulando alguns exemplos mais atuais e ponderando algumas dicotomias entre os pontos de vista defendidos e as atitudes praticadas como investidores.

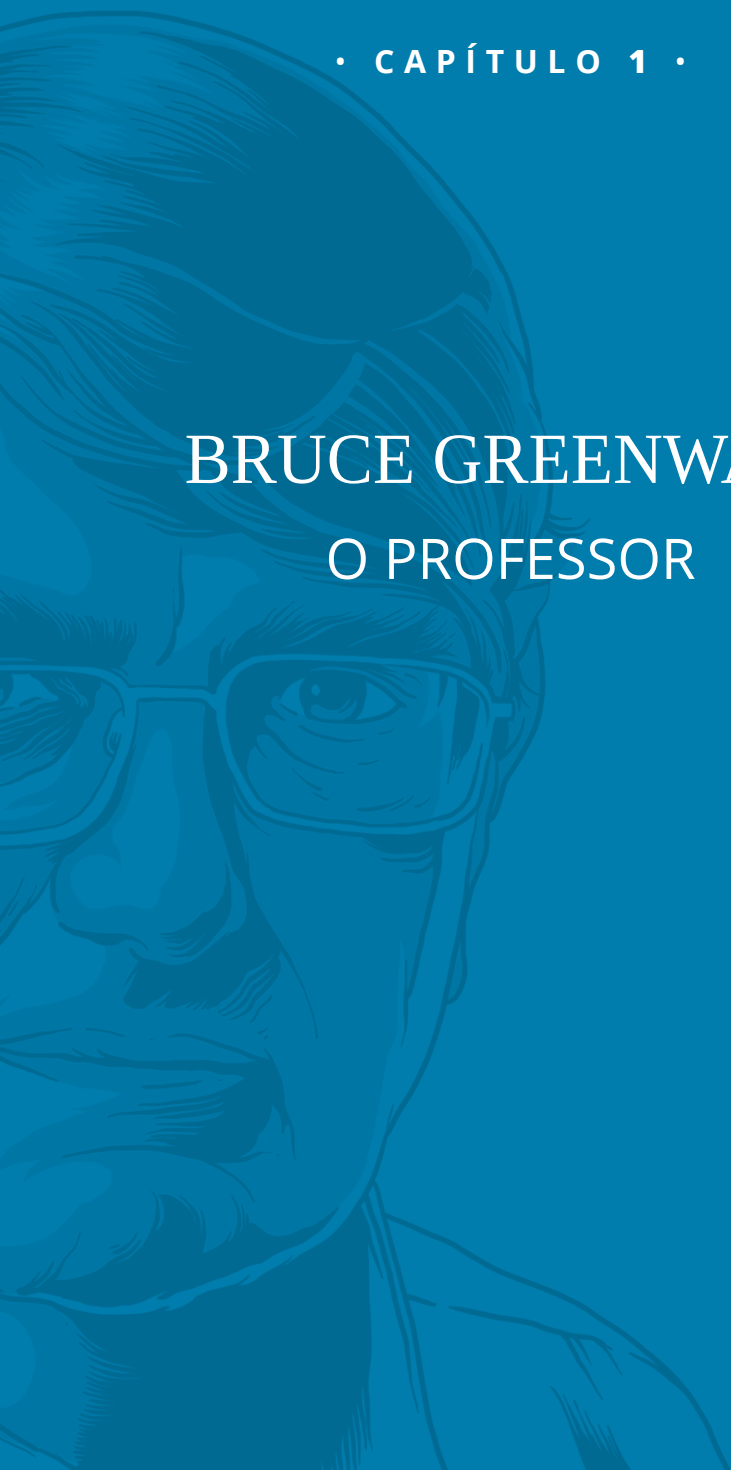
Também vale destacar que os capítulos são independentes, logo, sintase à vontade para ler cada um deles na ordem que desejar, sem qualquer prejuízo ao entendimento da obra.

Esperamos que, ao final deste livro, os debates aqui realizados contribuam para a expansão do conhecimento do leitor e, também, o ajudem a se tornar um investidor de ações mais confiante, organizado e determinado. E, quem sabe, um dos grandes investidores brasileiros.

Boa leitura!

• CAPÍTULO 1 •

BRUCE GREENWALD: O PROFESSOR



*“Não existem dias ruins no mercado.
Quando o mercado está em
queda, existem barganhas.
Quando o mercado está em alta,
as barganhas não existem,
mas você está rico.”*



Entre os grandes gurus que abordaremos neste livro, Bruce Greenwald se diferencia por um motivo: é o único que não é investidor ou gestor profissional de ações.

E isso não o coloca em uma posição inferior perante os outros. Pelo contrário, ele é tido como uma das principais referências para os mercados financeiro e corporativo.

Para Warren Buffett, Greenwald é um dos maiores professores e disseminadores da ideia do value investing e tem exercido papel fundamental nas carreiras dos executivos mais bem-sucedidos ao redor do mundo.

Professor renomado e reconhecido por suas habilidades em sala de aula, vem se destacando há anos com cursos que atraem profissionais dos mais distintos perfis, todos eles buscando se aprofundar em estratégia, value investing e dinâmica competitiva no mundo corporativo.

Para muitos dos seus alunos, seu curso vale muito mais do que anos de estudo na graduação e pós-graduação.

Talvez seja por isso que, em 1999, o The New York Times o considerou “o guru dos gurus de Wall Street,” após diversos investidores e

profissionais conceituados se inscreverem em um de seus concorridos cursos ministrados na Universidade Columbia, em Nova York.

Seus anos como grande estudioso do value investing o tornaram uma autoridade no assunto e resultaram em um denso material para diversos livros. *Value Investing: from Graham to Buffett and Beyond* e *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy* são os mais conhecidos.

É com prazer que abrimos nosso livro com Bruce Greenwald, o guru dos gurus, agora prestes a se aposentar como professor de Columbia e se dedicar apenas à função de consultor.

Se as principais mentes do mercado param para ouvir seus ensinamentos, nós também devemos fazer o mesmo.

Max: Grande defensor do value investing, Greenwald é uma figura diferente. Ele é o único entre os dez gurus deste livro que não é tomador de decisão – ele é um estudioso.

João: Pois é. O Greenwald é considerado um dos maiores disseminadores do value investing no mundo. Inclusive, ele ganhou um epíteto memorável do New York Times. Segundo o jornal americano, ele seria o “guru dos gurus de Wall Street”.

Max: É verdade!

João: Logo que ele lançou o curso voltado para o value investing, no final da década de 1980, os gestores das casas mais renomadas do mercado financeiro foram tomar aulas com ele.

Max: Fato. Muitos dos grandes value investors de hoje estudaram com Greenwald.

João: Exatamente. Foram estudar com o ele em Columbia, em Nova York, que acabou se tornando o berço dos defensores dessa escola de investimento.

Max: João, vamos falar da estratégia de investimento adotada por Greenwald. Qual é a filosofia de investimento do Bruce Greenwald? No que ele se difere da maioria dos investidores? Qual é a linha de pensamento dele? Como ele enxerga o investimento em ações? E vamos também falar de que forma as ideias dele cativam os investidores.

João: Vamos em frente! O Greenwald é um notório defensor do saber de Benjamin Graham e do [David] Dodd...

Max: Os verdadeiros pais do value investing!

João: Isso mesmo! O Graham e o Dodd tinham um foco muito grande nos balanços das companhias. Naquela época, eles procuravam identificar oportunidades na Bolsa por meio da análise dos números que vinham nos reports [relatórios de resultados] das empresas. Eles iam no detalhe e procuravam discrepâncias entre os números divulgados e o valor de mercado das empresas. O Greenwald gosta dessa abordagem porque ela depende muito de conhecimento.

Max: É. O Greenwald fala muito sobre conhecimento e defende a especialização. Ou seja, para ele, é preciso especializar-se, conhecer profundamente um setor, um tipo de negócio, para obter o melhor resultado. Se o investidor conhecer bem o setor, ele terá melhores condições de investir em uma empresa do ramo, justamente por ter uma capacidade analítica mais apurada. Como exemplo, ele cita o [Warren] Buffett, que sempre investiu muito em bancos e seguradoras porque entende muito da dinâmica de risco e retorno desse setor. E é por isso que vemos muitos bancos e seguradoras em seu portfólio. O Greenwald defende que o investidor sábio deveria optar por adquirir empresas do setor no qual se especializou, porque só assim ele conseguiria realizar uma análise mais profunda e crítica de sua alocação.

João: Nessa linha, ele é defensor da tese que diz que investir não é uma tarefa trivial. Ele tem uma posição contrária àqueles que dizem que basta ter coragem para realizar investimentos. O Greenwald pondera que não dá para investir sem conhecimento. Se o investidor fizer isso às cegas, o “Mister Market”, de Ben Graham, vai acabar derrubando-o.

O papel do conhecimento e da especialização é fundamental para se analisar uma companhia. Só assim seria possível comprar as “coisas certas”, e não as “coisas erradas”.

Max: Realmente, o primeiro ponto que você citou, João, é o que diferencia o Greenwald da maioria das pessoas. Estamos no mundo dos investimentos há algum tempo e é possível perceber o foco dos bancos e das corretoras em projeção dos lucros, em estimativa de dividendos e margens operacionais. E o que o Greenwald comenta muito é que o investidor precisa prestar atenção no que a empresa é hoje. E isso poderia ser feito a partir do balanço patrimonial. Ele reforça que esse documento é que deveria conter as informações mais confiáveis e sólidas de uma companhia. E é por isso que o investidor deveria valorizá-lo e utilizá-lo na hora da análise.

João: O balanço é a chave para uma análise bem-sucedida...

Max: Pois é. Nesse sentido, cabe a referência que ele faz ao “Net-Net” do Benjamin Graham, que é um indicador utilizado para se identificar barganhas. De forma simplificada, você analisa o ativo circulante, o passivo circulante e vê se o primeiro supera o segundo. Se a diferença entre ambos for maior do que o valor de mercado da companhia, então estamos diante de uma verdadeira barganha. Esse primeiro aspecto da filosofia de investimento do Bruce é muito interessante: analise o balanço patrimonial da companhia com afincio e de forma criteriosa para entender o que a empresa é hoje. Não se preocupe com o futuro da companhia, porque o futuro é incerto. Ninguém consegue projetar o lucro *ad infinitum*. Ele, inclusive, fala muito da questão da boa informação e da má informação. Quando você projeta os resultados de uma empresa um ano à frente, você tem boa informação. Tem meios mais fáceis de projetar a companhia para dali a um ano. Mas projetar resultados quatro anos à frente é impossível! E quando se faz uma análise de fluxo de caixa descontado, você incorpora a análise de um, três, quatro, cinco anos. Quando se junta tudo isso, a projeção acaba distorcida. Ou seja, a boa informação é a de curto prazo. A má informação está presente nas projeções de longo prazo. O resultado final, quando se soma a boa e a má informação, é ruim.

João: Essa análise é muito legal. No livro mais importante dele, o *Value Investing* [*Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*], Greenwald explica sua abordagem na hora de olhar uma empresa. Para isso, ele cria aquela figura de “slices of value”.

Max: As fatias de valor...

João: Isso. As fatias de valor. E o que ele quis dizer com essa abordagem é que o investidor precisa procurar sempre onde está o valor de cada empresa. Na primeira fatia, ele fala dos custos de reprodução. Ou seja, quanto custaria para um novo entrante no setor criar um projeto similar. Essa seria a primeira forma de olhar a empresa. Ou seja, tentar ver se aquele custo de reprodução seria equivalente ou proporcional ao valor de mercado da empresa. Essa seria uma forma de você olhar o valor intrínseco da empresa. Se o custo de reprodução, ou valor intrínseco, for menor do que o valor de mercado, poderia fazer mais sentido o investimento em um novo negócio. A fatia seguinte coloca um pouco mais de informações na análise. Greenwald acrescenta o termo “earnings power value”, de que falaremos mais à frente. De forma geral, se o earnings power value da empresa for menor do que os custos de reprodução, então a empresa não está sendo bem administrada.

Max: E quando ele toca nesse ponto, se refere à gestão da empresa. Ele destaca a importância de a empresa ter um time de gestão competente, capaz de gerar retornos acima do custo de capital e de produção e, ainda, mostrar resultados crescentes de escala, com o objetivo de gerar valor para os acionistas.

João: Bons administradores são fundamentais na condução de uma empresa. E o earnings power value, ou EPV, tem um papel interessante na identificação da qualidade do time de gestão e do negócio. Para ele, a maioria das empresas possui o EPV equivalente ao custo de reprodução e não apresenta vantagens competitivas. Elas até sobrevivem nos seus mercados, mas não possuem posição de destaque. E, nesses casos, de nada adiantaria tentar fazê-las crescer. Quando o EPV for igual ao custo de reprodução, de nada adianta os administradores continuarem colocando capital na empresa para tentar crescer, pois não é daí que vem o valor. De forma geral, o que Greenwald quer dizer é que bons

investimentos são aqueles que não jogam dinheiro fora e que estão depreciados em relação ao earnings power value. A administração tem papel fundamental em identificar essas condições.

Max: Um time de gestão que não queima caixa, que está preocupado com as métricas de rentabilidade, que dá retorno com custo controlado, que não se alavanca muito para gerar retorno. Nesse ponto, o Greenwald até comenta a questão dos investimentos. As companhias que investem muito para ter retornos iguais ao custo de capital não são bons investimentos. Uma empresa tem que investir para conseguir gerar retorno acima dos custos. Só assim vai realmente gerar valor ao acionista.

João: É isso que ele quer dizer quando uma empresa possui um earnings power value maior que seu custo de reprodução. A empresa que possui um forte EPV detém a capacidade de criar negócios com retorno crescente em escala – essa seria a terceira fatia de valor. O Greenwald denomina esse poder como “valor da franquia”. A Apple, por exemplo, é uma empresa que possui valor da sua franquia. Esse aspecto, sim, diferencia uma companhia. E não é fácil encontrar essa característica nas empresas.

Max: Não é fácil mesmo. João, eu gostaria de destacar alguns outros pontos da filosofia do Greenwald que achei bastante interessantes. Em primeiro lugar, o que eu gostei é que ele não tem preconceitos. Ele analisa companhias de todos os perfis, de todos os tamanhos. Ele está preocupado e focado é em verificar se a empresa possui o earnings power value e o valor da franquia. Ele comenta que os investidores podem, sim, apostar em ações fora do radar ou que não estão na cobertura dos grandes bancos e corretoras. Para ele, é possível encontrar excelentes oportunidades em ações consideradas fora de moda ou fora do radar. Ele chama essas ações de obscuras. Esse é um ponto importante e que o diferencia do pensamento da maioria dos investidores. Outro ponto importante defendido por Greenwald é a diversificação. Ele gosta da diversificação, um ponto que é muito discutido e, muitas vezes, é malcompreendido ou...

João: É uma característica que não é unânime entre os value investors.

Max: Isso. O value investing defende, por via de regra, o foco em um determinado ativo. O Buffett, por exemplo, é um investidor que já opinou várias vezes contra a diversificação. Mas o Greenwald considera a diversificação uma forma de gerir os riscos. Ele comenta que, no momento de construir um portfólio, é importante diversificar. Ele prescreve “some diversification”, ou seja, uma diversificação saudável. O que ele dá a entender com esse termo é que é importante manter na carteira companhias de setores diferentes, com as características que as tornam atrativas – o earnings power value, vantagens competitivas, o moat, que são as barreiras de entrada.

João: E esse foco na companhia faz ele “fugir” totalmente do mercado. O Greenwald não está interessado em saber o preço da ação na Bolsa. O que ele quer saber é se aquele negócio está sendo precificado por um valor inferior ao que ele realmente vale. Ele não está preocupado com “timing” em Bolsa. Essa, inclusive, é uma característica bem clara. Para ele, logo na estimativa do earnings power value, já é possível identificar se, de fato, o ativo está barato em relação ao preço de mercado. Mas ele não está muito preocupado com a oscilação da ação na Bolsa. Se subiu dez, se caiu dez... Não é com esse tipo de movimento que o Greenwald está preocupado. Quando ele encontra essa empresa barata, ele está buscando ganhos gigantescos. O maior exemplo dele é a WD-40, que todos os value investors adoram. O WD-40 é um óleo desengripante cuja fórmula foi criada por uma pequena empresa de San Diego, a Rocket Chemical Company (depois WD-40), na década de 1950. Na época da publicação do seu livro, em 2001, a WD-40 valia algo em torno de US\$ 200 milhões e, hoje, a empresa está avaliada em mais de US\$ 2 bilhões.

Max: João, quero voltar para a questão dos moats, que são as barreiras de entrada que uma empresa tem. Em outras palavras, são as vantagens competitivas que colocam essa empresa numa posição diferenciada no mercado.

João: Vamos voltar a ela!

Max: E ele cita o exemplo da Coca-Cola, uma companhia que existe há mais de cem anos e que hoje tem uma participação de mercado global de 40%. Ele afirma que é muito difícil alguma empresa ganhar essa participação de mercado da Coca-Cola, diferentemente de outros setores, como telefonia ou tecnologia. Ele mostra que a dificuldade de um concorrente atingir a mesma participação de mercado de uma empresa líder ou bem posicionada em seu mercado evidencia a sustentabilidade do negócio. Então, além de o Greenwald olhar aspectos quantitativos como earnings power value, liquidez corrente, ativos e outros elementos do balanço, ele enfatiza bastante a necessidade de o investidor olhar o lado qualitativo também. O objetivo é avaliar a sustentabilidade do negócio, se ele gera retornos acima do custo de capital no longo prazo e se consegue manter uma boa posição de mercado por muito tempo.

João: Ele associa o valor da franquia com o diagnóstico sobre a vantagem competitiva da empresa. Greenwald afirma que as vantagens competitivas não são difíceis de ser identificadas. Para ele, existem quatro tipos de vantagens competitivas clássicas. A primeira é aquela criada pelo poder concessionário. O governo concede a exploração de algum negócio para uma empresa, que acaba levando vantagem perante as demais. A segunda está ligada à equação básica de lucros: se uma empresa é lucrativa e tem capacidade de reproduzir lucratividade ao longo do tempo, certamente ela tem uma vantagem competitiva. O terceiro tipo está ligado ao acesso a recursos e mão de obra baratos. E sobre esse ponto ele até coloca as grandes empresas na berlinda, pois elas acabariam ficando em desvantagem em relação às empresas entrantes, já que estas conseguiriam ser mais velozes nas mudanças dos fluxos operacionais e acabariam por capturar esses recursos mais baratos, ganhando uma fatia da participação de mercado. Quanto menores forem os “switching costs”, menor a barreira de entrada.

Max: Esse é um ponto importante. Quando uma empresa cria um negócio com alto switching cost, ou seja, um alto custo de troca,

ela amplia substancialmente sua vantagem competitiva em relação à concorrência. Porque o cliente não vai querer trocar seu produto em favor do concorrente. Isso acontece muito no ramo de softwares. Quando uma empresa fornece programas e sistemas que rodam bem e que estão em toda a empresa, por exemplo, um software de gestão que consegue consolidar uma gama enorme de informações, o cliente não vai querer trocá-los. Simplesmente porque trocar todos os softwares e mudar de fornecedor se tornaria muito custoso.

João: Por fim, o último tipo de vantagem competitiva que ele aborda é a economia de escala. Mas são apenas alguns produtos que têm essa capacidade e até conseguimos ver essa vantagem em algumas líderes de mercado. Depois de investigar todos esses pontos, Greenwald os reúne e coloca na sua “fórmula” de análise, no earnings power value, gerando um diagnóstico que não é facilmente obtido por qualquer um.

Max: Outro tópico importante que o Greenwald comenta muito são as finanças comportamentais. Grosso modo, essa disciplina estuda como um investidor lida com as suas emoções no ato de investir. Ele até comenta que as emoções são sempre inimigas do investidor. Ele recomenda que é sempre preciso ter paciência e disciplina. E que só assim é possível investir, ou seja, comprar e vender os ativos na hora certa. É bastante cativante o fato de, desde lá de trás, o Bruce Greenwald fala sobre finanças comportamentais e vieses dos investidores, temas que agora estão muito na moda. De certa forma, ele é um cara que esteve à frente do seu tempo. E é muito interessante falar de value investing e de finanças comportamentais ao mesmo tempo. São temas bem complementares.

João: Nessa linha da influência das emoções, ele comenta que o ponto-chave do investidor seria conseguir separar o risco de mercado, ou o risco das oscilações dos preços das ações na Bolsa, do risco da companhia, do negócio em si. O que ele quer dizer é que, se o negócio não tem riscos de dar errado, então ele não deveria se preocupar com o vaivém das ações. Aliás, ele reforça justamente o contrário: se as ações sofreram uma desvalorização intensa e a

companhia possui earnings power value e valor da franquia atra-
tivos, o risco diminui substancialmente.

Max: É o conceito de margem de segurança!

João: É a margem de segurança. Ou seja, nesse caso, o investidor vai comprar barato e se aproveitar do negativismo dos demais investidores. Aliás, a forma como ele calcula o earnings power value também é interessante, porque visa eliminar o otimismo ou o pessimismo da análise. Como comentamos no começo da nossa conversa, ele não está muito preocupado com as projeções futuras.

Max: É verdade! Ele está preocupado com a lucratividade do momento.

João: O foco dele está no presente. No momento. Para essa análise, ele olha o histórico de desempenho das companhias e, nesse ponto, tem um lado dos Estados Unidos que é muito interessante e que ajuda bastante na análise. A maioria das empresas americanas tem décadas de vida. Algumas têm mais de um século de existência. Isso permite a ele olhar o desempenho das empresas em períodos mais longos. A partir dessa análise, ele ajusta os lucros atuais, procurando eliminar possíveis eventos extraordinários que melhoram ou pioram a lucratividade. Com isso, ele calibra o que seria a lucratividade real da empresa, para então calcular o earnings power value. E aí ele procura encontrar o quão rentável seria a empresa.

Max: Isso é muito importante, né?! Descobrir qual é a real rentabilidade da companhia. Quanto a empresa pode, realmente, gerar de lucratividade tirando eventos não recorrentes, vendas de ativos, subsídios ou isenções fiscais? O que essa companhia consegue gerar de retorno, de lucro com a operação dela em si?

João: Eu acho que é uma forma de olhar a empresa que, talvez, alguns investidores no Brasil não consigam seguir. O pessoal por aqui não entende que o crescimento não é o mais importante. O mais relevante é o crescimento da empresa com rentabilidade.

Max: Não é crescer a qualquer custo, não é, João?

João: O Greenwald não gosta muito da priorização do crescimento na análise, justamente por conta da aversão às projeções. Ele também sempre coloca como importante a análise sobre a utilização de capital da empresa. De nada adianta a empresa colocar mais dinheiro, se endividar para tentar fazer seu negócio avançar se ele não for rentável. Existem vários exemplos no Brasil de empresas que começaram a se endividar sem conseguir crescer, em termos de receita, na mesma velocidade. Para o Greenwald, empresas que procuram crescer a qualquer preço devem ser deixadas de lado. O valor do crescimento, para ele, só existe quando a empresa tem o chamado “franchising power”, ou o valor da franquia que comentamos há pouco.

Max: Crescer com foco em rentabilidade e na geração de valor ao acionista é o que realmente gera valor! João, queria agora voltar à questão das finanças comportamentais. Ele fala que os investidores gostam bastante das ações vencedoras e evitam as perdedoras. Porém, as perdedoras, em um determinado momento, podem guardar as melhores oportunidades. Justamente porque o mercado se tornaria irracional. O Greenwald enfatiza a irracionalidade do mercado como um fenômeno que cria oportunidades. Esse viés de olhar as vencedoras tem a ver também com as finanças comportamentais. Muitas vezes, a empresa de fora do radar, aquela de baixa capitalização pode ser...

João: Pode ser a estrela da vez. Eventualmente, nem será a estrela da vez, mas pode ser a companhia que, no longo prazo, vai acabar gerando retornos mais interessantes para o acionista.

Max: O problema é que os investidores são sempre contaminados pelo curto prazo. Mas é muito importante olhar um espectro maior, analisar a companhia como um todo e a conjuntura na hora de investir. Assim é que se encontram boas oportunidades no mercado.

João: Sobre essa ótica do longo prazo, Max, acho que vale a pena a gente reforçar a ideia da rotina de investimentos. Imagine se o investidor tivesse sido paciente e perseverante o suficiente para adquirir algumas ações da WD-40, por exemplo, todo mês, de forma recorrente. Essas ações andaram de lado por quase toda a década passada.

Depois, os seus preços se multiplicaram praticamente por dez. Certamente, essa estratégia teria gerado um retorno fantástico quando se observa um prazo mais longo.

Max: Com certeza! Encontrar bons negócios que tenham fortes barreiras de entrada e foco na sua posição estratégica vai proporcionar retornos diferenciados. Essa identificação que o Greenwald prega é muito importante na hora de investir: a empresa consegue manter suas barreiras de entrada por bastante tempo? Essa condição permite que a companhia produza valor ao acionista ao longo da vida? Acho que esses são pontos importantes na análise qualitativa que o Greenwald faz.

João: Pois é, Max. Tudo isso é muito legal para pensarmos. O mais bacana é que a análise do Greenwald evita ao máximo utilizar números de mercado. É claro que ele fala um pouco de múltiplos de mercado como “price-to-earnings” ou “price-to-book”. Mas, para ele, a essência da análise, o processo para chegar ao earnings power value, é muito mais qualitativo e, fundamentalmente, constituído pelos números da empresa, do negócio. São números que estão lá no balanço.

Max: Os ativos, as contas a receber, os estoques. A comparação disso com as obrigações a pagar, enfim, a foto da companhia hoje. E isso é bem interessante. Porque, como você comentou, ele faz uma análise do negócio, e não necessariamente uma análise da ação naquele momento. Se o negócio é interessante, o investidor deve ter paciência para encontrar um melhor período para comprar aquela ação. O importante é fazer uma análise bem criteriosa do negócio em si. É essencial entender se o negócio é sustentável, se tem proteção contra novos entrantes, se gera valor e se tem o earnings power value.

João: Só para passarmos brevemente pela metodologia de análise de balanço que ele utiliza e que é muito legal. Quando ele começa a calcular o custo de reprodução de um negócio, ele diz o seguinte: o caixa, avalio como se valesse 100% do valor que está no balanço. Os estoques, depende muito do modelo de negócio da empresa. Se for um estoque de uma empresa de commodity, os preços dos ativos vão valer algo próximo de 100%, porque certamente a empresa vai conseguir vender

todo seu estoque. Mas imagine se o estoque fosse de uma empresa que produz computadores? Sem dúvida, uma parte não valeria nada e...

Max: ... seria necessário dar um desconto no valor do estoque.

João: Exatamente. Precisa dar um desconto. Ele fala também da questão dos recebíveis. Pode acontecer a mesma coisa. Pode ter uma PDD (provisão para devedores duvidosos) nos seus recebíveis, visto que há o risco de a empresa não receber de alguns dos seus clientes. Então, quando você está avaliando os números do balanço, é preciso tomar alguns cuidados. O Greenwald vai além e fala de uma questão que muitas vezes os analistas deixam de lado: olhar de forma mais crítica os ativos da empresa. Existem casos em que os terrenos ou a estrutura de produção das companhias já foram depreciados por completo e, por isso, já não aparecem mais no balanço. Essa situação pode gerar surpresas favoráveis ao investidor, já que pode haver um valor escondido na empresa, um “hidden value” gigantesco. De repente, são ativos que, se negociados a valor de mercado, podem chegar a preços altíssimos, podendo valer, inclusive, mais que a própria empresa.

Max: Esse foco do Greenwald nos ativos é muito interessante e é negligenciado pela grande maioria dos analistas de mercado.

João: O mercado esquece!

Max: Realmente, o mercado foca muito no crescimento do lucro, crescimento das margens, mas se esquece de olhar o balanço, os ativos da companhia e, principalmente, de estudar se e como esses ativos podem ser convertidos em caixa. Afinal, o caixa é o valor da companhia. O quanto uma empresa consegue gerar de caixa é o principal valor. É, portanto, muito importante dar atenção para os ativos da companhia. Também é importante comparar os ativos com o que a companhia tem em relação às suas obrigações. Essa forma de olhar diferencia bem o Greenwald do restante dos investidores do mercado.

João: É, talvez o Benjamim Graham seja responsável por influenciar o Greenwald na construção dessa ótica. Talvez porque ele seja meio que o pai de todos no value investing (risos). Mas acho que Graham

ainda era muito mais quantitativo. Mais à frente, quando discutirmos as ideias do Graham, esse viés vai ficar mais claro. Sob essa ênfase, ele esquecia um pouco o que era o negócio.

Max: É, o Greenwald se inspirou nessa ideia do value investing do Graham e do Dodd e complementou com a questão de análise do negócio, as vantagens competitivas, a importância de gerir bem o risco. Nesse ponto, estou falando de margem de segurança, diversificação, paciência para comprar e vender uma ação e tudo o que envolve a administração do risco do investidor. Ele pegou as ideias do Graham e melhorou. Imprimiu as ideias dele e aprimorou o que o pai do value investing tinha implementado lá atrás. Acho que é por isso que o Greenwald se destaca tanto no mercado financeiro global.

João: Concorro plenamente, Max!

Max: Então, para resumir. A estratégia de investimento dele tem foco nos ativos e na análise do balanço. Ele defende que é preciso entender se a companhia tem earnings power value, ou seja, capacidade de gerar crescimento e retorno acima dos custos de reprodução. Recomenda que o foco esteja no negócio em si, que vai refletir no chamado franchising power. Ou seja, o negócio é rentável? Tem vantagens competitivas que o diferenciam dos concorrentes? A empresa atua em um setor com fortes barreiras de entrada? As respostas dessas questões são fundamentais na hora de selecionar os ativos. Outro ponto essencial é a questão do time de gestão. O time gerencial é competente? Tem o foco na geração de valor ao acionista? Consegue administrar bem a companhia sem querer crescer a qualquer custo. Por fim, tem a parte de finanças comportamentais, em que o Greenwald discute como o investidor pode se aproveitar dos vieses do mercado, dos exageros e das irracionalidades. Pois eles podem gerar oportunidades. O investidor tem que estar atento, porque bons investimentos surgem nos momentos de pânico e de estresse no mercado. Ah, e também tem a questão da especialização!

João: E a questão do conhecimento, que é meio a chave para o sucesso.

Max: Ele defende que é muito importante o investidor conhecer muito bem o tema, o setor. Porque, assim, vai conseguir ter o que ele chama de “círculo de competência”. Quando o investidor entende muito de um negócio, de um setor, ele está mais preparado para identificar boas oportunidades.

João: Nas palavras de Greenwald: “Use o conhecimento para reduzir a incerteza”.

▲ GLOSSÁRIO:

value investing: filosofia de investimentos que prevê a aquisição de ações de companhias por preços inferiores ao seu valor intrínseco, que, por sua vez, representa o valor da companhia justificado pelos fatos, ativos, lucros, dividendos e suas perspectivas.

earnings power value: é uma estimativa de valor da companhia construída com base nos seus lucros recorrentes. Para calculá-lo, os lucros atuais devem ser ajustados com o objetivo de eliminar possíveis eventos não recorrentes. O valor obtido, então, deve ser dividido pelo custo de capital da companhia.

moat: palavra em inglês que significa um fosso de um castelo; conceito amplamente difundido por Warren Buffett com o objetivo de exemplificar o conjunto de vantagens competitivas que uma empresa possui sobre suas concorrentes.

switching cost: custo de reposição decorrente de mudanças de marcas, fornecedores ou produtos.

• CAPÍTULO 2 •

SETH KLARMAN: O CÉTICO



“Nos investimentos, uma margem de segurança é sempre necessária, pois a avaliação de empresas é uma arte imprecisa, o futuro é imprevisível e investidores são humanos e cometem erros.”



Um dos maiores equívocos dos novos investidores de valor é crer que somente comprando ações baratas você será bem-sucedido.

Há muito mais do que isso. A análise criteriosa de uma companhia é fundamental para aqueles que tentam ter sucesso com o value investing. Entender como e por que aquela empresa está sendo negociada àquele preço é a chave para se ter mais convicção no seu investimento.

Talvez um dos investidores mais preocupados com isso seja Seth Klarman. Ao longo dos anos, ele comentou algumas vezes sobre a importância da pesquisa e da análise na aplicação do value investing.

Klarman costuma dizer que é essencial para o investidor não ser influenciado pelas oscilações de mercado. Se você sabe que uma ação é uma barganha, você estará agindo racionalmente enquanto os demais estão irracionais.

“Pense por si próprio e não se deixe ser guiado pelo mercado”, diria Klarman.

Nosso segundo guru tem um perfil mais discreto, no entanto, é considerado pelo mercado financeiro mundial como um dos gênios nos investimentos em ações.

O sucesso de Klarman está além do foco no longo prazo e na disciplina estrita com os investimentos; para ele, é crucial compreender os reais riscos do negócio.

“Quanto posso perder?“, perguntaria Klarman. Diferentemente da grande maioria dos investidores que questionariam “quanto posso ganhar?”.

O “oráculo de Boston” tem muito a nos ensinar.

João: Olá, Max. Tudo bem? Estamos aqui para falar sobre o Seth Klarman, nosso segundo guru e um dos seguidores mais fiéis da filosofia de value investing.

Max: Tudo bem, João! Estudar sobre o Klarman foi muito legal. Eu não o conhecia a fundo, mas acabei me identificando com suas ideias, filosofia de investimento, estratégias de como montar um portfólio e de como olhar uma ação. Ele tem uma história bem interessante.

João: Certamente. O Klarman é um grande investidor e gestor do Baupost Group.

Max: Isso mesmo. Ele é responsável pelo Baupost Group, uma gestora de fundos norte-americanos que possui mais de US\$ 32 bilhões sob gestão e, particularmente, dono de uma fortuna estimada em US\$ 1,5 bilhão. Mas a história dele é bem interessante desde a sua faculdade.

João: Ele se formou em 1982 na Universidade Harvard. E, diferentemente dos colegas, decidiu ficar em Boston e trabalhar numa startup que veio a se transformar na Baupost dos dias de hoje. Entrou como trainee e logo se tornou sócio, comprando a sua participação. Mas o mais interessante foi a sua decisão de carreira. Em uma das suas entrevistas, ele contou que a decisão de ficar em Boston e não ir para Wall Street ou para o banco Goldman Sachs, que era...

Max: ... que era o “bambambã”...

João: ... da época, o lugar onde todo mundo queria trabalhar, tinha sido justamente porque ele começou a perceber que a maior parte dos analistas do Goldman Sachs era de “velhos e carecas”, uma coisa que ele não queria ser de jeito nenhum. Essa foi, claro, uma das várias razões que fez o Klarman apostar no Baupost logo no começo. E foi, segundo ele conta, uma opção muito boa, porque, naquela startup, ele pôde aprender com caras que realmente entendiam de value investing e, além disso...

Max: ... ficava longe do mercado financeiro. Às vezes, ficar longe é bom. Quando você fica longe do burburinho do mercado, consegue avaliar melhor uma empresa e entender bem o negócio. Uma coisa interessante que ele comenta é que ele não tem um terminal de notícias da Bloomberg. Ele tem uma calculadora e uma caneta na mesa. Isso hoje, quando todo mundo tem acesso ao terminal da Bloomberg. Ele diz que não tem. Ele tem as demonstrações financeiras, a papelada, uma caneta e uma calculadora. É algo bem raro.

João: Com certeza. E aí ele montou um arcabouço filosófico muito voltado para a tal da aversão ao risco. O risco para ele é diferente do que o que o mercado entende como risco.

Max: ... o mercado olha risco como volatilidade, oscilação de preços. A maioria dos investidores olha retorno e fica preocupada com o quanto uma ação pode gerar de retorno. Klarman não tem esse foco. Ele prefere questionar o que pode dar errado, quais são os verdadeiros riscos dos negócios.

João: Ele pergunta quanto ele pode perder.

Max: Acho que ele é um dos poucos que têm esse foco e, pessoalmente, acho bem interessante.

João: E essa visão está muito ligada com a época em que ele entrou no mercado. Ele começou a trabalhar no meio de uma baita crise econômica nos Estados Unidos, no início na década de 1980. As taxas dos Treasuries [títulos do governo americano] estavam em 12% ao ano, um dos patamares mais elevados da história americana. A Bolsa americana

estava largada às traças, porque ninguém queria investir em ações. Todo mundo queria títulos públicos. A inflação estava muito alta nos Estados Unidos. Nesse contexto mais complicado, ele percebeu que precisava criar um arcabouço diferenciado de quem é mais otimista. Se tornou um investidor com uma visão negativa. Logo depois da grande recessão da década passada [2008-09], ele deu uma entrevista em que disse: “Os participantes que entraram no mercado entre 2005 e 2007 eram otimistas por natureza...”, afinal, nesse período pré-crise, a economia global estava funcionando bem. E, justamente por isso, esses investidores não teriam a capacidade de enxergar o quanto poderiam perder no ápice da crise financeira global. E isso foi exatamente o que aconteceu. Enquanto a grande maioria dos novos gestores enfrentou dias difíceis, Klarman “nadou de braçada” e acabou montando posições em ações e títulos nas mínimas históricas, ganhando uma boa parte da grana que ele tem hoje nesse período. Essa abordagem pessimista, com foco nos riscos, é a principal característica do Seth Klarman. Ela distorce bastante aquela linha clássica da busca por retorno.

Max: Não à toa, ele é considerado o oráculo de Boston.

João: O segundo oráculo americano! O primeiro é Warren Buffett – o oráculo de Omaha.

Max: Ele é um expert em value investing. Ao ler sobre Seth Klarman e entender a sua filosofia de investimento, você necessariamente desembarca no conceito do value investing. Talvez o Klarman seja uma das figuras mais emblemáticas dessa forma de investir. Ele também se diferencia pela questão da humildade...

João: ... por querer ensinar as pessoas...

Max: Isso. E também por não ter preconceito em relação às companhias. Se você tem uma boa margem de segurança no investimento naquela companhia, não importa se é uma empresa cujas ações possuem liquidez no mercado, uma blue chip ou uma microcap. Ela será um bom investimento. Então ele é um cara que não se atenta muito ao tamanho da companhia, se é renomada ou não. Mas, sim, se é um bom investimento, se ele tem margem de segurança para investir naquele momento.

João: E isso está muito relacionado ao seu perfil. Ele dizia que a sua natureza o impede de considerar os negócios interessantes. Para ele, as empresas de forma geral não possuem negócios atrativos. Nem mesmo as companhias em que ele investe são bons negócios. Ele tem um perfil reticente...

Max: ... é um contrarian...

João: Não é bem um contrarian. Ele não acha que exista, na essência, negócios bons. Diferentemente do [Warren] Buffett, que procura achar o moat das empresas e diz que Coca-Cola é o melhor negócio do mundo, o Seth Klarman olharia e diria algo como o seguinte: “Coca-Cola é ok, mas pode ter açúcar demais nesse negócio”. Ele procura identificar o que poderia dar errado na Coca-Cola.

Max: Ele é um cético por natureza.

João: Isso! Ele é um cético por natureza. E eu acho que isso faz com que ele tenha uma cabeça muito diferente e procure seus investimentos em lugares pouco comuns. Para ele, não importa muito o aquário onde ele vai pescar. Podem ser as pequenas empresas, por exemplo. Ele atua com força, inclusive, no mercado de dívidas corporativas, mais especificamente com os “distressed assets”, que são aquelas companhias que estão passando por dificuldades.

Max: Empresas em recuperação judicial ou que estão passando por reestruturação.

João: E ele pondera muito que o value investing é, na verdade, um misto da identificação de ativos que estão sendo negociados a preços muito baixos, com a psicologia e o timing. Ele está preocupado com a questão da demanda pelo ativo. E justamente quando os ativos são jogados às traças e não atraem ninguém é que ele vai olhar com calma, porque ali pode ser uma fonte de valor. Como ele olha risco de forma diferente da maioria dos investidores, ele acaba conseguindo aproveitar esses momentos para comprar barato. E ele sabe que, depois de um estresse, as ações não têm mais muito para onde cair. Portanto, se a empresa parar de pé, é aí que ele enxerga boas oportunidades.

Mas isso não significa que ele vai achar que a empresa é boa. A companhia e o negócio não precisam ser, necessariamente, bons.

Max: Nesse sentido, ele frisa bastante a questão da seletividade e como ela pode aumentar os resultados do investidor. E esse é um ponto em que até se assemelha ao Bruce Greenwald, que fala que é muito importante conhecer bem a empresa em que você está investindo. É importante então, talvez, você se especializar naquele ramo.

João: É, ele fala isso... mas também adverte que o exagero do conhecimento também tem retorno decrescente de escala.

Max: O investidor ficaria muito limitado...

João: ... não exatamente limitado. O que ele pondera é que, se o investidor gastar muito tempo e muito dólar até conhecer tudo da empresa e do setor, o preço da ação já pode ter subido. O que traz de volta à tona a discussão da hora de comprar...

Max: Ele acaba incrementando, melhorando o que o Bruce Greenwald fala. Ele diz que tem de ser seletivo, conhecer a fundo. Mas sem perder a oportunidade.

João: E ele aborda esse assunto do conhecimento com mais detalhe no *Margin of Safety*, o famigerado livro que ele escreveu lá atrás [a edição limitada foi publicada em 1991]. É um livro que era vendido no eBay por US\$ 2.500, chegou a ter uma versão na Amazon por US\$ 9,99, mas que foi retirada do ar rapidamente por não ser autorizada. No *Margin of Safety*, ele apresenta a regra do 80-20: 80% da informação sobre um ativo é obtida nos primeiros 20% do tempo dedicados a ela. Ele diz que os outros 20% da informação são marginais. Continuar dedicando tempo para estudar essa parcela menos relevante pode fazer com que você perca o momento de comprar a ação. Então, ele está muito ligado à questão da psicologia e da informação. A ideia dele é “aprenda e absorva rapidamente a informação que você precisa ter sobre o ativo e a reverta em uma decisão logo, porque, nesse meio de tempo, ele pode deixar de ser negociado como uma barganha”.

Max: Não pode demorar muito para tomar a decisão!

João: Em uma das entrevistas do Klarman que ouvi, ele comenta que, um pouco antes do auge da crise de 2008-09, estava com muito dinheiro em caixa. Isso porque ele achava a situação dos bancos incômoda, com muita alavancagem e concessão de crédito para qualquer um. Enfim, veio a crise hipotecária e, quando percebeu que a margem de segurança começou a aumentar, ele começou a comprar e girou a carteira como nunca. Aproveitou a forte oscilação da Bolsa para trazer ganhos para o portfólio, até alcançar o que considerava a carteira ideal. A carteira que ele tem hoje é muito similar à que tinha quando saiu da crise.

Max: Falando da carteira dele, é possível ver uma diferença entre o conjunto de ativos em que ele investe e o de outros investidores, como o Buffett. Quando você olha o portfólio do Buffett, é perceptível a presença de companhias renomadas, conhecidas, grandes e maduras. Dentre as companhias que o Klarman possui, muitas não são conhecidas. Você bate o olho e estranha. Diz “ué”...

João: É... são mid caps, small caps...

Max: Isso! São mid caps, small caps às vezes fora do radar. Não à toa, ele possui em torno de 20% do portfólio em ações ligadas à saúde, healthcare, porque ele enxerga a tese estrutural do envelhecimento da população mundial e uma consequente demanda crescente por remédio, prevenção e plano de saúde. Então o portfólio dele está muito exposto a healthcare. Mas ele também tem no portfólio muitas empresas de entretenimento e energia que, de bate-pronto, são desconhecidas.

João: É até muito legal que, neste exato momento, agora no fim de 2018, ele está colhendo um dos frutos da sua estratégia de longo prazo, de comprar ativos largados. A participação na Fox (21st Century Fox) é um exemplo. Ele comprou uma participação na empresa logo depois da crise, quando o mercado achava que ela não teria futuro. Na época, a Fox era News Corp e tinha o seu negócio vinculado à mídia tradicional, ao jornal impresso, etc. Os investidores, assumindo que a mídia tradicional morreria, venderam as suas ações derrubando seus preços. E Klarman as comprou por preços muito atrativos. Na cabeça dele, a empresa tinha um punhado de ativos que ainda poderiam gerar valor,

algo que acabou acontecendo. Nesses últimos meses, a Fox foi adquirida pela Disney. Nessa operação, o Klarman colocou muita grana no bolso num espaço de tempo razoável, uns seis ou sete anos, e de forma bastante alinhada à sua estratégia. Outro caso que ele tem na carteira e que acho interessante comentar é a Synchrony Financial, que é um spin-off da GE Capital. Na cabeça dele, quando uma empresa se desfaz de uma subsidiária via um spin-off, os investidores, geralmente, também se desfazem das ações da subsidiária a qualquer preço. O spin-off é a segregação de um negócio de uma companhia e uma eventual criação de uma outra empresa. O Seth Klarman pagou muito barato pelas ações da Synchrony Financial há algum tempo, logo que houve o spin-off da GE Capital. Ele achou que, naqueles preços, ninguém ia querer comprá-la. É o papo da psicologia e da aplicação do value investing. Os preços estavam defasados e ninguém enxergava valor na empresa. Mais recentemente, Warren Buffett decidiu investir nas ações da empresa. Aos poucos, ele deve colher os frutos da estratégia de longo prazo, trazendo novos acionistas para a companhia. Muito provavelmente, o preço dessa companhia deve voltar para patamares mais próximos do que acha que faz mais sentido.

Max: É um cara que olha para um horizonte longo de investimento. Em uma entrevista, ele falou que investe em companhias para cinco anos. É o exemplo que você deu da Fox e, possivelmente, da Synchrony Financial, que ele enxergou lá atrás...

João: ... e que ele deve manter por mais algum tempo.

Max: Isso. Ele deve manter essa posição por um tempo ou, possivelmente, até aumentá-la. Acho interessante que você comentou sobre psicologia. O Seth Klarman é realmente um investidor que mistura bastante economia e psicologia. Ele diz que o value investing está nessa interseção do ambiente econômico com os aspectos psicológicos. Ele enfatiza a importância de dominar esses fatores psicológicos. É algo complicado. Talvez a grande dificuldade do investidor comum seja lidar com esses fatores ao mesmo tempo em que as informações econômicas chegam. Os investidores são naturalmente emotivos. O Klarman diz que você não deve ser ganancioso.

João: Ele aborda esse tema da ganância de uma forma muito legal. Na verdade, acho esse ponto o melhor. Klarman fala do “last dollar issue”, que, na tradução literal, seria algo como “a encrenca do último dólar”. Ele diz: “Quando comprar uma ação é relativamente fácil, basta a margem de segurança ser muito grande. Para vender, no entanto, a dificuldade é bem maior”. Tudo porque ele tem um preço para vender e sair do ativo.

Max: Todo mundo tem um preço de saída.

João: É fato! Mas existem investidores que postergam a saída das ações. Então ele diz que prefere vender uma ação enquanto sua demanda ainda é grande. Ele prefere entregar a rentabilidade do “último dólar” para o comprador. E por que ele atua dessa forma? Porque só assim ele conseguiria desmontar a posição e se apropriar dos ganhos. O “medo” é ambicionar o “último dólar” e acabar o perdendo devido a um solavanco do mercado.

Max: Margem de segurança! O que você está falando é a margem de segurança para comprar e a margem de segurança para vender! Não tem que esperar até...

João: ... o infinito (risos).

Max: ... não. Você deve pensar: “Para mim, este nível está bom”.

João: É uma questão de racionalidade e disciplina, né?!

Max: É isso. Ele comenta também uma outra questão que acho muito importante nesse contexto de psicologia e economia. O mercado financeiro oferece várias tentações para os investidores. Então, é muito fácil você fazer a coisa errada. Por isso, é importante saber a diferença entre especular e investir. Especuladores acreditam que a direção do preço do ativo se baseia em expectativas de curto prazo e, assim, montam sua posição. Ou seja, eles são obcecados por tentar adivinhar a direção do preço dos ativos. E o Klarman recomenda que você não faça isso. É preciso ter a “cabeça de investidor”. E o que é essa cabeça? É acreditar que, ao longo do tempo, a cotação de uma ação vai refletir os fundamentos do negócio. É muito importante, portanto,

entender essa diferença e tirar proveito das oportunidades que o mercado acaba apresentando.

João: De volta ao livro *Margin of Safety*, ele cita justamente aquele termo que a gente já comentou no capítulo passado, do Bruce Greenwald. Ele fala do “Mister Market”. E pondera o seguinte: se o investidor enxerga que o Mister Market é um verdadeiro gerador de oportunidades, então ele seria um value investor nato. Agora, se o investidor acha que o Mister Market é quem está dizendo o que realmente vai acontecer, quando derruba as cotações das ações, então, esquece. O investidor não teria o perfil de investidor e deveria dar o seu dinheiro para alguém cuidar.

Max: Nesse caso, um especialista vai ter um melhor desempenho!

João: Para o Klarman, o “Mister Market” é o criador de oportunidades. E, sob essa ótica, ele comenta que as filosofias de investimento estão no DNA de cada um. Para ele, tem investidor que é value investor por essência. Tem investidor que acha que é value investor, mas, na verdade, é um especulador. Como essas características estariam no DNA das pessoas, seriam impossíveis de ser alteradas (risos).

Max: É verdade! (risos).

Max: João, acho legal passarmos por algumas dicas que ele dá. Em todas as suas entrevistas, Klarman se mostra feliz e disposto a ensinar o investidor comum. Em todas essas oportunidades, senti o Klarman como um cara muito aberto a ensinar, a passar dicas e ensinamentos sobre o value investing e sobre como o investidor deve se comportar diante das irracionalidades do mercado.

João: Vamos em frente!

Max: Uma das coisas que ele diz é que aplicar o value investing requer muito trabalho, disciplina e um horizonte de longo prazo. É muito importante você ter paciência e um bom julgamento para saber a hora de sair de um ativo.

João: É como comentamos anteriormente...

Max: O investidor deve atentar para esses pontos. Se trabalhar dessa forma, ele será bem-sucedido. Para Klarman, poucos realmente dedicam tempo para o value investing. Mas ele diz que, ao dedicar tempo e esforço, o investidor vai se diferenciar da maioria do mercado. Como falamos, o mercado está cheio de especuladores e poucos “investidores de valor”. Então ele fala: “Dedique esforço, dedique tempo para estudar uma companhia e procure investir com margem de segurança”. Além disso, evite especular.

João: Outro ponto que ainda não abordamos está ligado aos indicadores financeiros. Eu achei superinteressante o comentário dele. Apesar de ele ser um fã declarado do Benjamin Graham e de tê-lo como o verdadeiro pai do value investing, ele acha que os indicadores financeiros não mostram as oportunidades de forma real. Ele é muito cético em relação à sua utilização. Ele acha que o uso estrito de filtros e indicadores...

Max: ... não é suficiente!

João: Isso, não é suficiente. Isso é interessante, porque muita gente boa baseia seus investimentos olhando simplesmente o ROE [Return on Equities] e Price Earnings [P/E, na sigla em inglês, ou múltiplo Preço/Lucro, na expressão em português]. E o que Klarman defende é que de nada adianta focar nesses indicadores se você (i) não olhar o “liquidation value”, que trata do valor de liquidação dos ativos, e (ii) não entender a capacidade da empresa de gerar retornos. Quando ele os olha, procura encontrar, na verdade, quais seriam os piores números que as empresas poderiam mostrar. Essa ótica está associada ao desenho de um cenário. Então, por exemplo, se uma companhia estiver sendo negociada a 4 vezes o seu lucro, é preciso se perguntar o porquê da sua cotação atual. O que está acontecendo com seus lucros? Será que os lucros futuros vão se reduzir? Será que no pior cenário possível essa empresa vai continuar negociando a 4 vezes seus lucros? Ou será que ela vai ser negociada a 20 vezes, 30 vezes? Ele é bem reticente em relação à foto da empresa em determinado momento e à utilização dos indicadores de forma indiscriminada. Eu acho legal porque ele é um cara que vem da escola do Graham que é...

Max: ... que manda olhar o balanço e os indicadores financeiros!

João: Isso. E de uma forma bem radical! Já o Klarman, não segue à risca essas regras. Ele defende que o investidor sagaz deveria olhar tudo o que ronda uma companhia e não se apegar somente ao lado quantitativo. Ele inclusive comenta que encontrar o preço dos negócios não é uma tarefa árdua e que isso não seria o diferencial. Para ele, por exemplo, aplicar um DCF [em português, Fluxo de Caixa Descontado] faz sentido. Ele não é contrário à ferramenta. Mas ele aponta: use-a com inteligência e crie cenários que façam sentido. Não a use de forma simplória e não faça projeções.

Max: Eu acho isso muito legal, João. Porque eu, pessoalmente, penso que o DCF ou Fluxo de Caixa Descontado deve ser utilizado dessa forma também. Não preciso projetar várias coisas para achar o valor. Mas quero entender o que vai acontecer com o preço dos ativos se eu usar essas variáveis. Então eu projeto um cenário-base, um cenário otimista e um pessimista. Vejo o modelo de Fluxo de Caixa Descontado como uma ferramenta de apoio e não determinante. Um apoio para você construir uma visão do negócio na cabeça, pois a ferramenta permite, ao mexer em algumas variáveis e em alguns inputs, ...

João: ... construir um plano de atuação...

Max: Isso. Então, se tudo der errado, que seria o cenário pessimista, o valor da companhia seria X. No cenário-base, o valor da companhia é Y. E, se tudo der certo, o valor da companhia é Z. Isso gera uma segurança maior na tomada de decisão. Porque, por exemplo, se a ação de uma empresa caiu muito, o investidor pode comparar seus preços de tela com o valor fornecido pela ferramenta e avaliar se as ações chegaram a um nível em que a margem de segurança é boa, virando, então, um bom investimento.

João: Essa que é a ideia. O objetivo dele com a ferramenta é tentar encontrar o quanto ele pode perder.

Max: Outros aspectos que eu gostaria de abordar são: o processo de investimento e a construção de portfólio. Ele comenta em seu livro

que o processo de investimento é similar a separar o joio do trigo. E tem muito joio, muita coisa ruim. Achar o trigo é um trabalho de detetive. Exige muita dedicação e disciplina. Ele diz que o processo de investimento não produz lucros imediatos. Eu vejo muito isso na série Microcap Alert, que comando na **Empiricus**. O lucro vem com o tempo. O processo de investimento ocorre da seguinte forma: primeiro, o investidor tenta compreender o negócio e identificar empresas subavaliadas, que possuam bons potenciais de valorização. Em seguida, coloca a companhia no portfólio. Somente em um momento posterior, depois que a empresa passa a ser (re)conhecida pelo mercado, é que suas ações se valorizam. É somente nesse instante que o investidor enxerga o lucro. O investidor toma a decisão de investir e, só com o tempo, o ativo vai ganhando liquidez. Se o mercado o identificar como algo interessante, vai comprá-lo e só aí o investidor começa a colher os lucros. O Klarman fala também da importância de você estar sempre investido. Por mais que você possa ter dinheiro em caixa...

João: É, ele utiliza bem o caixa como parte integrante da sua estratégia...

Max: É verdade! Mas, por mais que ele mantenha dinheiro em caixa, ele reforça a necessidade de se estar sempre investido. Além disso, o Klarman fala que é importante ter uma diversificação apropriada como forma de proteção...

João: Ele fala, sim, de diversificação. E ele até utiliza opções fora do dinheiro para fazer o hedge da sua carteira – a clássica proteção “talebiana”. Mas, para ele, a maior proteção do seu portfólio vem das grandes margens de segurança que as suas posições possuem.

Max: A prudência deles vem justamente das margens de segurança.

João: Ainda sobre o seu processo de investimento, Klarman se define como um investidor bottom-up. Essa ótica permite o controle dos vetores de cada um dos ativos na carteira. A diversificação exagerada leva a gestão do portfólio para uma abordagem mais top-down. Ele não gosta muito, pois começaria a perder o controle de cada um dos

investimentos que tem na carteira. E ele não gosta da visão top-down, porque é muito difícil saber direitinho para onde a economia vai e como cada um dos seus vetores afetam as diferentes empresas do portfólio. Então ele diz que prefere não se apegar a um enfoque top-down, porque não sabe realmente quanto vale o “dólar” da economia...

Max: ... é difícil prever, projetar.

João: Acho que com o exemplo do “cigar-butt” – ou barganhas –, que, em resumo, significa mais ou menos algo como comprar um dólar por cinquenta centavos, essa questão fica mais clara. Klarman diz: “Se eu conseguir encontrar ativos que valham um dólar, mas que eu consiga comprar por 50 centavos – os ‘cigar-butts’ –, então não importa o quanto ‘vale’ esse dólar. O investimento será bem-sucedido. Mas, se eu focar no quanto esse dólar ‘vale’, eu não vou conseguir manter essa relação e o investimento pode não ter êxito”. Em outras palavras, o que ele quer dizer é que a economia tem altos e baixos e, se o investidor ligar o preço da ação a esse movimento, ele vai obter resultados ruins. O foco tem que estar na relação entre o preço das ações e o valor da empresa. É um papo similar ao do Buffett, que gosta de comprar empresas boas por preços razoáveis. A diferença é que Klarman acha que não existem empresas boas (risos) e, por isso, ele prefere comprar barganhas e empresas que ninguém olha.

Max: Cético por natureza, né?! Essa diferença de visão é impressionante!

João: É uma abordagem muito diferente das demais.

Max: Ele parte do princípio de que toda companhia é ruim. Procura sempre desconstruir as teses de investimento. Quando o investidor desconstrói a tese e percebe que o lado negativo é pequeno e que a margem de segurança é alta, as chances de sucesso no investimento aumentam. Talvez o Klarman tenha sido um dos primeiros a utilizar essa estratégia. Em algumas grandes casas de gestão de recursos, essa abordagem já é bastante utilizada pelos comitês de investimento...

João: Sim... Mas, apesar de essa abordagem ser utilizada, o pessoal ainda usa muito aquela visão tradicional, de achar fantásticos os negócios que estão estudando. Os gestores estão sempre procurando encontrar bons negócios, que têm diferenciais e acabam não prestando muita atenção na questão da margem de segurança...

Max: ... para os riscos dos negócios...

João: ... e para os riscos de perda efetiva de capital!

Max: Se tudo der errado, o quanto eu posso perder? Essa questão está muito viva nas ideias do Klarman. João, acho que, para fechar, podemos dar mais algumas dicas de tudo o que a gente leu e ouviu do Klarman. Uma dica é não se deixar levar por oscilações de curto prazo. As flutuações dos preços no curto prazo podem ser boas oportunidades para encontrar barganhas. Ele também comenta que comprar é mais fácil do que vender. É difícil saber a hora de sair de uma posição. Isso está mais ligado aos fatores emocionais que comentamos. Outro ponto: compre sempre quando o mercado cair, mas sempre reserve caixa para...

João: ... comprar um pouco mais!

Max: O “investidor de valor” tem controle sobre suas emoções. Não pode se desequilibrar com fortes quedas da Bolsa. Outro ponto que ele comenta é sobre a administração da empresa. Um bom time gera valor para a empresa. Um time de gestão fraco sempre pensa em si antes de pensar na empresa.

João: A questão da integridade é outro pilar dele. Até na Baupost. Ele fala: “Eu penso, em primeiro lugar, nos meus investidores e depois em mim. E mais: eu tenho um alinhamento com os meus investidores. Meu dinheiro está junto com o dos meus investidores”. Isso é uma coisa muito legal e...

Max: ... e gera o alinhamento de interesses...

João: A maioria dos gestores até faz, mas o mercado brasileiro, por exemplo, tem algumas limitações. Voltando à questão dos administradores, o Klarman gosta de conhecê-los para justamente tentar entender

se existe alguma oportunidade. Afinal, se o time de administração for muito ruim, ele tende a derrubar os preços das ações. Sob a ótica da margem de segurança, os ativos ficam mais atrativos. Porque, quando os preços caem, a margem de segurança aumenta. E, se o problema for proveniente do time de gestão, o investidor até consegue mexer alguns pauzinhos e brigar para destituí-lo. Por ter participações grandes nas empresas, Klarman possui poder de influência nas bases acionárias e pode procurar destituir o management caso enxergue que isso possa trazer valor para as suas ações.

Max: Ainda nessa linha, ele comenta que líderes ganham credibilidade com o tempo. Então é importante a análise do trabalho de um time de gestão. Ver há quanto tempo aquele time está lá, se o time toma as atitudes, ações comerciais e estratégias financeiras com inteligência ao longo do tempo. Porque um bom líder ganha credibilidade conforme vai entregando bons resultados, passando uma boa impressão, sendo transparente e íntegro.

João: É isso aí.

Max: O que mais podemos ressaltar? Bom, acho que a gente falou sobre filosofia de investimento, lidar com as emoções e psicologia, dicas importantes para os investidores. O Klarman é um cara diferenciado, sem preconceitos no sentido de que investe em qualquer empresa, não importa tamanho. O importante é saber se o investimento tem margem de segurança.

João: A preocupação dele é com a oferta e demanda pelo ativo: a psicologia dos mercados é chave para o value investing e para o que ele faz.

Max: Ele também fala de se aproveitar da volatilidade. O Klarman diz que gosta de fornecer liquidez para investidores que querem vender às pressas. Ele comenta isso numa entrevista. Ou seja, ele quer se beneficiar dos momentos de estresse do mercado.

João: Exatamente.

Max: A mensagem final é um ponto que você comentou logo no início, João. De acordo com o Klarman, o value investing é uma filosofia de investimento que foca, prioritariamente, no risco, e não no retorno. Ou seja, é mais importante o foco na avaliação de quanto você pode perder e na “desconstrução” das teses de investimento. Essa abordagem vai permitir a identificação da margem de segurança para que se invista com mais...

João: ... tranquilidade!

Max: E convicção! Acho que essa é a mensagem final do Seth Klarman.

João: Concordo.

▲ GLOSSÁRIO:

investidor bottom-up: investidor que procura basear sua análise e decisões de investimento unicamente nas informações provenientes dos negócios das companhias.

distressed assets: ativos de elevado risco provenientes de massas falidas; ativos bastante depreciados por razões relacionadas, estritamente, às companhias emissoras.

spin-offs: termo utilizado para designar o processo de cisão entre empresas de um mesmo grupo.

value investor: investidor de valor.

cigar butt: termo em inglês para bitucas de cigarro; expressão criada por Benjamim Graham para se referir a ações que podem ser consideradas uma barganha.

Treasuries: títulos da dívida pública dos EUA.

hedge: mecanismo de proteção utilizado no mercado financeiro.

liquidation value: a soma dos ativos líquidos da companhia em meio a um processo de liquidação.

Bloomberg: plataforma eletrônica na qual é possível obter dados em tempo real sobre todos os mercados, notícias e pesquisas, amplamente utilizada por investidores profissionais.

blue chip: empresas com capitalização de mercado elevada.

microcap: empresas com baixíssima capitalização de mercado.

midcaps: empresas com média capitalização de mercado.

small caps: empresas com baixa capitalização de mercado.

contrarian: ver capítulo 4, quando comentamos sobre Howard Marks.

A stylized, blue-toned illustration of a man's face, likely Philip Fisher, wearing glasses and a suit. The illustration is positioned on the left side of the page, with the man's face partially visible. The background is a solid blue color.

• CAPÍTULO 3 •

PHILIP FISHER: O DETALHISTA

“O mercado de ações está cheio de indivíduos que sabem o preço de tudo, mas não conhecem o valor de nada.”



Encontrar negócios de qualidade era a missão de Fisher. Ele acreditava que apenas conhecendo as entranhas de uma companhia você poderia ter convicção para investir nela por um longo período.

Fisher era adepto do ver para crer. Trocava os números e relatórios por uma boa conversa com clientes, fornecedores e empregados das companhias que estava analisando. Assim, conseguia uma análise de 360 graus e confrontava informações para chegar ao veredito final: comprar ou não.

Investigar e fazer as perguntas certas eram os pilares para o investimento de sucesso. Fisher estava sempre preocupado com o potencial de crescimento das companhias, queria certificar-se de que tinham uma estrutura robusta para continuar expandindo vendas e margens. Uma empresa pode ser boa hoje, mas será que está preparada para as mudanças tecnológicas que estão para acontecer?

Fisher estava à frente do seu tempo. Nos anos 1950, já falava de governança corporativa, integridade e ética empresarial e da importância da área de pesquisa, desenvolvimento e inovação dentro das companhias.

Não à toa, construiu toda a sua carreira na Califórnia, celeiro de grandes criações tecnológicas.

Fisher fez Buffett repensar sua estratégia. Mesmo fugindo do value investing clássico, os métodos qualitativos defendidos por Fisher são utilizados até hoje pelo velhinho de Omaha.

Nosso terceiro guru diria que vale a pena pagar um pouco mais para ser sócio de um negócio de alta qualidade. Afinal de contas, se a empresa não tem vantagens competitivas, força de marca nem potencial de crescer no longo prazo, não se trata de um bom investimento.

Para ele, sem investigação e acompanhamento dos negócios, não há investimento de longo prazo.

Max: Olá, João, chegou a vez de falarmos do grande Philip Fisher. Como você sabe, ele é um dos mais antigos e respeitados especialistas em investimentos.

João: O Benjamin Graham e ele são os pais de tudo! Lógico que existiram outros contemporâneos a eles, como o T. Rowe Price, que segue a mesma escola do Fisher. Mas, realmente, os que brilharam e criaram as bases para as escolas mais importantes do investimento em ações foram Philip Fisher e o Benjamin Graham.

Max: Eles foram pioneiros! Cada um com sua filosofia de investimento. Benjamin Graham criou os fundamentos para o value investing e Philip Fisher desenvolveu as linhas mestras do growth investing. Vamos abordar essa linha de investimento do Philip Fisher mais adiante. Mas, antes, acho importante comentar um pouquinho sobre o histórico dele. Ele é um americano que começou a lidar com investimentos em meados dos anos de 1930...

João: Ou seja, pouquinho antes da Grande Depressão de 1929 e logo depois que se formou na Universidade de Stanford, na Califórnia.

Max: Ele abriu a sua própria consultoria de investimentos, a Fisher & Co., numa região que, décadas mais tarde, se transformaria no berço

das empresas de tecnologia. Quarenta anos antes do nascimento do Vale do Silício, Fisher já procurava analisar as companhias que possuíam forte desenvolvimento em pesquisas e grande potencial de crescimento. Foram empresas que se destacaram no passado e, algumas, que existem até hoje.

João: Essa questão geográfica é muito interessante. Como vamos mostrar aqui, a maioria dos grandes investidores não ficam em Wall Street. Esse é um detalhe muito importante. Praticamente todos os investidores que abordaremos no livro se desenvolveram fora do centro financeiro.

Max: Warren Buffett, em Omaha, Seth Klarman, em Boston, Philip Fisher, em São Francisco... Isso é bom! Mostra que o investidor que sai do “mundinho” de Wall Street, onde todo mundo fala a mesma língua, consegue ter uma visão mais holística, mais ampla das possibilidades de investimento. Não se contamina com os burburinhos de Wall Street. De fora, o investidor consegue enxergar melhor. Fazendo um paralelo, Wall Street seria o “mundinho Faria Lima” [referência à avenida Brigadeiro Faria Lima, na cidade de São Paulo, onde estão concentrados muitos bancos de investimentos, gestoras, corretoras, entre outras instituições do mercado financeiro] ou o “mundinho Leblon” [bairro da zona sul carioca onde se concentram muitas gestoras de fundos de investimento e de private equity]. Ou seja, ao ficar longe do burburinho dos centros financeiros, o investidor consegue ter uma visão mais ampla e diferente da média.

João: Logo que ele fundou a sua companhia, as Bolsas americanas entraram em colapso com a Grande Depressão. Esse evento teve um efeito importante na construção da sua filosofia de investimento. As empresas passaram por um baita estresse e houve uma quebradeira generalizada. Depois da tormenta e de todas as suas consequências, Fisher foi justamente olhar as empresas vencedoras e o que elas fizeram para sobreviver. Essa análise o levou a criar a filosofia do “growth investing” e todo o arcabouço que deve ser utilizado pelo investidor ao se analisar uma empresa. A destruição causada pelos eventos extremos

da crise meio que foram chave para ele criar sua filosofia: eles podem destruir as empresas que não valem nada, mas sempre haverá aquelas que sobreviverão. Serão essas as vencedoras, que têm a capacidade de evoluir ao longo do tempo e enfrentar qualquer tempestade. O investidor deve estudar e alocar os seus recursos nessas empresas. Para mim, portanto, o momento em que Fisher começa a atuar no mercado é uma questão chave na criação da sua filosofia. Quando a gente começa a estudar mais profundamente cada um dos investidores, percebemos a influência dessa questão do momento, ou do ambiente, em que eles começaram a atuar no mercado.

Max: E, naquele momento da Grande Depressão, os value investors também nasceram. Eles começaram a enxergar oportunidades e barganhas, porque tudo estava muito depreciado, muito barato. Fisher procurou enxergar por outra ótica. Começou a questionar quais eram as empresas que tinham melhor capacidade de evoluir com o tempo, de desenvolver produtos diferentes, de investir em inovação, pesquisa e desenvolvimento. Ele supôs, logo cedo, que essas companhias seriam as vencedoras com o passar do tempo. O Fisher já tinha um foco diferente da maioria dos investidores que começaram a olhar as empresas naquele momento...

João: O que acho interessante em relação à Grande Depressão é que, apesar da gigantesca destruição de valor, ela acabou entrando para a história como um período de “caos criativo”. Naquele momento, as duas escolas e filosofias de investimentos acabaram sendo criadas justamente pelo caos. Muitas barganhas puderam ser encontradas, ratificando a linha do value investing. E, por outro lado, as empresas vencedoras também foram premiadas. Porque, se a empresa não fosse vencedora e a direção da companhia não tivesse uma visão para a frente, o negócio não iria sobreviver. Essa é a proposta do growth investing. Então, no meio de um evento extremo, as duas filosofias de investimento nasceram. E as diferenças entre as duas escolas é que por vezes complica a vida do investidor.

Max: A prática híbrida pode ser o ótimo.

João: Esse é o meu maior questionamento. Quando observamos os grandes investidores, percebemos que os que mais se destacam são aqueles que seguem fielmente uma das duas estratégias. Isso é uma coisa, por exemplo, em que os gestores brasileiros não prestam atenção. Eles acabam criando essa escola híbrida e se confundindo um pouco em relação à postura que devem ter com os seus investimentos...

Max: É um ponto que eu tenho de pensar melhor a respeito, João. Talvez, sob minha ótica, seja possível manter as duas filosofias – o value investing e o growth investing – dentro do seu portfólio de investimentos.

João: Sim. Eu acho que você pode ter as duas filosofias dentro do seu portfólio...

Max: Um book de value investing e um book de growth investing.

João: Concordo! Mas o que eu quero dizer é que o investidor não deve analisar a empresa sob as duas óticas.

Max: Exato. Um portfólio híbrido, mas com carteiras diferenciadas. Algumas ações vão ser analisadas sob a ótica do value investing, enquanto outras teriam um perfil mais parecido com o growth investing. Acho que esse mix...

João: ... o mix é saudável. Mas eu acho que boa parte dos gestores e analistas brasileiros mistura demais as filosofias. Tentam embutir os atributos do value investing dentro da ótica do growth investing. E aí eles acabam se perdendo...

Max: Verdade, mas vamos voltar ao Philip Fisher. Como já pincelamos aqui, Fisher é criador do growth investing. Quando falamos dessa escola de investimento, estamos nos referindo ao investimento em empresas que possuem fortes margens operacionais e de lucros, com altos retornos sobre o capital investido, comprometidas com pesquisa e desenvolvimento, que prezam a questão da inovação e com amplo portfólio de produtos. Também são companhias que possuem equipes comerciais diferenciadas. Fisher bate muito nessa tecla. Para ele, a área comercial de uma empresa é muito importante e é fundamental que as equipes de vendas se mantenham engajadas e focadas.

Outra característica chave que uma empresa deve ter para ser considerada um bom investimento é a posição de liderança dentro do seu setor. As companhias líderes são capazes de repassar preços e têm maior poder de barganha frente aos seus fornecedores e clientes. Consequentemente, possuem vantagens competitivas.

João: E conseguem abocanhar fatias do mercado muito rapidamente e, também, se manter na frente da concorrência.

Max: Todos esses aspectos de que o Fisher falava há 70 anos ainda continuam válidos e podem ser vistos nas empresas hoje em dia. Ele foi o cara que atentou para a inovação, para a marca, para os portfólios de produtos e para a força de vendas das companhias. Hoje, essas características são facilmente identificáveis em uma Apple ou Google, por exemplo. O Fisher também foi um dos primeiros a comentar sobre a importância do bom relacionamento entre empresa e funcionários. É um ponto importante e que ninguém abordava. No livro *Ações Comuns, Lucros Extraordinários*, publicado em 1958, ele comenta sobre todos esses temas.

João: E, por conta dessa visão generalista sobre quais características uma empresa de sucesso deve ter, esse livro começou a ser utilizado em alguns cursos de Administração. Ele acaba mostrando como gerar valor dentro da própria empresa. O objetivo de Fisher com sua obra era claramente outro. Era mostrar para as pessoas como encontrar boas empresas para se investir. Mas, no limite, acabou ensinando para os administradores como transformar as empresas em negócios de sucesso.

Max: O livro acaba mantendo o foco na análise qualitativa.

João: Exatamente! E algumas escolas começaram a usar o livro do Fisher, que fala sobre investimentos, com o objetivo de ensinar Administração de Empresas. Isso é bem curioso. Todo mundo diz que a bíblia do investidor é o livro *Security Analysis*, do Benjamin Graham. Mas *Ações Comuns, Lucros Extraordinários* é o livro de investimentos mais lido no mundo, porque é simples e fácil de ser compreendido.

Max: O livro do Ben Graham foca muito mais em aspectos quantitativos...

João: ... e contabilidade. Até anotei um trequinho do livro do Fisher que faz uma crítica bem sutil aos caçadores de barganhas – os value investors. Ele os compara a um contabilista, ou contador, e diz: “O grande problema do value investing é que o investidor nunca conseguirá absorver a totalidade do retorno de uma ação. Ele sempre obterá somente fatias, porque o value investor tem uma obsessão em comprar um ativo descontado. Então, quando a ação chega ao preço em que não existe mais o desconto, o investidor acaba vendendo-a”...

Max: ... e aí ele pode perder um crescimento, talvez, exponencial!

João: É isso aí! E reforça que, se o investidor fizer a lição de casa de forma bem-feita, ele não precisaria ficar caçando barganhas a todo momento. Porque as ações adquiridas sobreviveriam aos testes do tempo. De forma geral, esse é o objetivo do seu livro: ensinar a investir e, ao mesmo tempo, a administrar uma empresa. É uma forma de pensar surpreendente. Já nas décadas de 1950 e 1960, Fisher dizia o que as empresas deveriam fazer se quisessem ser bem-sucedidas, ensinamentos que ainda são válidos e seguidos hoje em dia.

Max: Fisher não procurava as pechinchas da Bolsa. Ele comprava as ações de companhias que apresentavam forte desempenho e que, na opinião dele, deveriam ser mantidas no portfólio por um longuíssimo período. Como você falou, João, são as ações vencedoras que têm grande potencial de crescimento de vendas e de lucros.

João: O que é muito legal do livro é que são pouquíssimos os momentos em que Fisher embarca na onda do mercado. Ele não fala de múltiplos de mercado ou se a ação está cara ou barata. Fisher dá ênfase aos aspectos qualitativos: se o lado qualitativo da empresa estiver alinhado com as expectativas, de nada importa o preço de mercado. O investidor deve comprar a ação. E carregá-la por toda a sua vida. Inclusive tem um comentário engraçado do filho – Kenneth Fisher – sobre o assunto. Seu pai, quando mais velho, teve Alzheimer e morreu

aos 96 anos, em 2004. Kenneth conta que o pai, no auge dos seus 85 anos, ainda dizia que procuraria empresas para investir pelos próximos 30 anos. Ele tinha 85 anos: qual era o sentido disso?

Max: Nenhum, mas ele nadou de braçada com essa filosofia de investimentos. Passou praticamente sua vida inteira com as ações da Motorola. Foram mais de 50 anos! Sua capacidade de focar no longo prazo era impressionante. Nesse período, ele ganhou muito dinheiro.

João: Foi um fato realmente impressionante. Talvez ele seja o maior colecionador de ações da história! Muito maior do que qualquer investidor seguidor da escola do value investing.

Max: Só complementando o que você falou sobre um ponto importante. O Fisher dizia o seguinte: se o investidor encontrar uma ação de valor, ele deve comprá-la imediatamente. Se ela for boa mesmo, seu preço vai buscar novas máximas. Ou seja, ela sempre vai superar os seus preços máximos. Esse aspecto está ligado, de certa forma, à questão das ações das empresas apelidadas de premium, que são aquelas que crescem com força e que surpreendem a cada resultado. Talvez Fisher tenha sido o precursor dessa concepção de investimento em ações premium. Hoje, no Brasil, existem diversos exemplos de ações de companhias premium, como Localiza ou Lojas Renner.

João: É verdade! Não adianta querer achar desconto nesse tipo de ação.

Max: São ações premium porque entregam resultados superiores à média de forma recorrente e, por isso, vão se valorizar no longo prazo. Fisher foi o primeiro a enxergar a importância de manter ações premium no portfólio. Anos depois, Warren Buffett começou a utilizar a linha do Fisher em alguns dos seus investimentos. Os gestores institucionais aqui no Brasil começaram a reconhecer a importância de manter um book de ações premium, que são vencedoras e que vão entregar resultados superiores ao longo do tempo.

João: São aquelas que vão ganhar participação de mercado e minar a concorrência.

Max: Acho muito impressionante, João. Ele era um cara visionário. Bem à frente do seu tempo. Ele começou a falar sobre o assunto nas décadas de 1940 e 1950, e as suas ideias são utilizadas até hoje, em 2018. Isso mostra realmente que ele é um cara diferenciado!

João: É um investidor com uma visão muito além do alcance!

Max: Vamos continuar. Um aspecto importante do Fisher, na minha visão de analista, é como ele aborda o seu processo de investimento. Eu, particularmente, me identifico bastante. Ele pode ter sido o primeiro a dar importância ao networking. E, quando eu falo “networking”, me refiro à importância de se colher informações de fontes diversas. Fisher dizia o seguinte: “Leia tudo o que cair nas suas mãos”. O noticiário financeiro, as análises de bancos e de corretoras. Quanto mais informação, melhor. Com esse racional em mente, ele surge com a ideia do “Scuttlebutt method”, que é exatamente a busca pela fofoca, pelo burburinho, pelo que está sendo falado sobre a empresa. Ele recomenda que o investidor vá conversar com quem conhece o negócio, o setor, a empresa, ou seja, funcionários, clientes, fornecedores, ex-funcionários. São pessoas que podem ter opiniões diferentes sobre a companhia. Nessa jornada, você vai poder colher várias informações com as quais vai traçar uma linha de pensamento sobre a companhia.

João: E no livro ele até comenta que seguir à risca a sua abordagem do scuttlebutt seria difícil para o investidor médio. Para ele, é o especialista que deve fazer tudo isso. O livro dele tinha como objetivo ensinar o investidor médio a avaliar o seu consultor de investimentos. É uma visão bacana, né? Nas palavras do Fisher: “Se o seu consultor de investimento não segue esses passos, alguma coisa vai sair errada!”.

Max: É verdade, o investidor pessoa física não vai ter tempo para fazer esse trabalho. Porque exige que ele visite a companhia, conheça o chão de fábrica, funcionários, fornecedores, clientes, etc. Mas o analista, o consultor de investimento e o gestor precisam realizar esse trabalho se quiserem diferenciar seus portfólios ou as suas análises dos demais.

João: Então, leitor, pode cobrar esse trabalho aqui de nós na **Empiricus**! Max, vamos passar pelos 15 aspectos que devem ser observados na hora de analisar uma empresa, de acordo com o Fisher?

Max: Vamos. Vamos, sim, porque tem muita coisa a ser falada.

João: E são aspectos e questionamentos muito interessantes.

Max: A primeira resposta que o Fisher procura é a seguinte: a companhia possui produtos e serviços com potencial de mercado e de bom crescimento de vendas para os próximos anos? Ou seja, a companhia está preparada em termos de portfólio, de investimento, de inovação, de produtos diferenciados para entregar retornos superiores ano a ano, trimestre a trimestre?

João: Ao fazer esse questionamento ele já tira da frente a questão do curto prazo, dos resultados trimestrais. Ele procura identificar se os produtos e serviços da companhia têm capacidade de crescer. Se a empresa não mostra uma capacidade de criar novas linhas de produtos ou serviços, você não tem um investimento perene. Pense em uma empresa do setor elétrico. Uma companhia desse setor que não consegue expandir sua estrutura não pode ser considerada um investimento perene. Por quê? Porque os seus retornos vão ficar atrelados somente ao aumento das tarifas. Ou seja, o preço da ação não tem motivos para se valorizar no médio e longo prazos. Ela vai precisar expandir sua área de atuação. Até por isso, grande parte das empresas de energia é boa pagadora de dividendos, porque não tem muito o que fazer. Para o Fisher, esse modelo de empresa não é um bom investimento.

Max: Talvez ele seja um cara que não priorizava a distribuição de dividendos na hora de selecionar as ações. Ele, talvez, defendesse o reinvestimento dos lucros no negócio para a empresa poder crescer.

João: Nessa seara dos dividendos, ele até bate na tecla de que o investidor deveria ter a decisão sobre quando receber algum rendimento da empresa. E por isso ele não gostava da distribuição de dividendos. Se o investidor precisasse de recursos, ele poderia vender as ações. Talvez ele tenha insistido nesse ponto porque, nos Estados Unidos,

os dividendos são tributados. Mas existe um racional de investimento interessante por trás desse ponto que o Fisher defende. A Google, por exemplo, nunca pagou dividendos.

Max: Google e Apple são exemplos que a gente vai sempre lembrar enquanto estivermos falando dessas 15 lições do Fisher.

João: Vamos lembrar da Amazon também.

Max: Verdade. O Fisher é um cara que, há 60 anos, previu muita coisa. Vamos adiante. A segunda questão que ele levanta é a seguinte: a administração da empresa tem condição e capacidade de continuar desenvolvendo novos produtos para continuar crescendo quando o ciclo dos produtos atuais tiver se esgotado? Com essas questões, o seu objetivo é investigar se a companhia está sempre criando e evoluindo em seus processos de vendas...

João: Em outras palavras: a administração “mole” leva a empresa para a frente? Não leva! E aí, quando olhamos as ações aqui, no Brasil, temos bons exemplos. Temos os administradores que pensam muito à frente, que procuram a todo momento criar novos produtos e serviços. E aqui podemos citar o caso da administração do Magazine Luiza. E temos um bocado de empresas que não fazem nada. Ficam paradas, estagnadas, esperando o câmbio melhorar...

Max: Verdade. São empresas retrógradas...

João: Exatamente. São empresas retrógradas e que não são bons investimentos no longo prazo. Essa questão da administração é muito interessante. O value investor não está muito preocupado com ela. Inclusive, uma má administração pode até se tornar uma oportunidade de investimento. Mas o growth investor tem que se preocupar. Ele tem de saber que aquele time de gestão está dedicado, focado em crescer e procurando gerar valor ao acionista. Ele não pode estar preocupado somente com a sua própria remuneração.

Max: Outro ponto de análise: qual é a proporção do investimento da companhia em inovação e pesquisa em relação ao seu tamanho? O Fisher bate muito nessa questão. E, realmente, se as empresas quiserem

crescer, elas precisam investir em inovação. Não é à toa que ele – que sempre gostou das companhias de tecnologia, que dedicavam grande parte dos seus recursos ao setor de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) – foi um entusiasta do investimento na Motorola, Texas Instruments...

João: IBM!

Max: Isso! Desde lá atrás, ele investiu muito em empresas que davam importância e priorizavam a inovação.

João: Para o Fisher, o investimento em P&D era essencial, pois as linhas de negócio têm um ciclo de vida. As vendas dos produtos vão decaindo ao longo do tempo e estes precisam ser substituídos. Se a empresa não tem uma área de P&D forte, como vai conseguir turbinar sua receita? O Fisher pontua que, ao dispor de um P&D forte, a empresa consegue incrementar suas receitas ao longo dos anos e subir de patamar.

Max: Tem outra coisa importante: quem não inova e não amplia seu portfólio de produtos corre o risco de, em algum momento, ser copiado.

João: É verdade, as patentes, em algum momento, caem.

Max: Isso. A patente vai cair e o produto vai começar a ser copiado. E aí a empresa começa a se complicar.

João: O que é muito legal da abordagem dele é que não tem nada de mercado financeiro. O Fisher, com isso, está dizendo para a empresa: esqueça o que os outros estão fazendo. Pense no que você está fazendo. Não importa se a economia vai subir ou vai cair. Se a equipe de P&D for eficiente, em algum momento ela vai criar um produto que substituirá o antigo e continuará vendendo. Os mercados de atuação das companhias continuarão a existir. Se a economia vai mal ou bem, tanto faz. Essa linha de raciocínio é muito boa.

Max: Verdade. Além da área de P&D, Fisher presta atenção na área comercial. A empresa tem uma estrutura de vendas acima da média do setor? A companhia enxerga a força de vendas como essencial para os resultados? Ele enfatiza a necessidade de se comparar com os concorrentes. Claramente, ele dá um valor bastante grande para essa área da empresa.

João: Em 1950, quando o Fisher escreveu o livro, logicamente não existia internet. Então a área de vendas precisava ser muito atuante. Precisava daquele vendedor que gastava sola de sapato. Hoje, com o advento da internet, boa parte do esforço de vendas é online. Jeff Bezos, CEO e fundador da Amazon, certamente leu o livro do Fisher e se perguntou: Como faço para crescer? Via força de vendas. E como aumentar as vendas? Vou ser tão forte na internet que esse vai ser o maior braço de distribuição.

Max: O braço de vendas dela está ali, né!? Na internet...

João: Sim, no marketplace. E com ela a empresa consegue expandir. Isso aqui que estamos falando é praticamente a essência do marketing, Max. Quando estudei os livros do Philip Kotler, um dos papas do marketing no mundo, eu praticamente relia o que o Fisher já havia escrito em seu livro. Ele já falava do esforço de vendas, da importância de se criar marcas, do P&D, novos produtos, etc.

Max: Outro aspecto que ele procura compreender: a companhia tem uma boa margem de lucro? Muito do seu foco também estava associado à lucratividade da empresa e, mais especificamente, uma lucratividade perene. Ele descartava companhias que davam lucro pontualmente. Escolhia empresas com lucros recorrentes.

João: É um ponto muito importante. Ele dizia inclusive para que o investidor fugisse de empresas que tivessem margens muito comprimidas nos períodos mais fracos da economia. Porque essas empresas poderiam se complicar caso a economia viesse a deteriorar ainda mais. O Fisher manda o investidor fugir desse tipo de empresa, principalmente se ela não for líder de mercado ou se for a única do setor que passa aperto toda vez que a economia sofre. Isso porque, muito provavelmente, ela não vai conseguir entregar valor ao seu investidor.

Max: Outro questionamento que ele faz: o que a companhia tem feito para melhorar a margem de lucro? Como ele pontua, é preciso acompanhar de perto a gestão da empresa. Entender direitinho quais são os projetos e os planos da empresa para entregar margens de lucros cada vez maiores.

João: E aí o Fisher volta no ponto de que a economia não pode influenciar muito o negócio. Como exemplo, ele cita uma empresa ligada ao setor de commodities metálicas. Os preços das commodities subiam com muita força e, por conta disso, a companhia melhorava as margens de lucro. Ele chamava atenção para o fato de que, apesar de as margens estarem melhorando, as operações não evoluíam. Fisher recomenda que o investidor fique muito atento com esse tipo de empresa. Se o comportamento da margem do negócio fica frequentemente muito atrelado ao preço-base do produto do setor, fique esperto: quando os preços começarem a cair, as margens vão ter um baque e a empresa vai sofrer. Isso não é bom para o investidor de longo prazo.

Max: Outro ponto a ser observado: a companhia tem uma política de gestão de pessoas? O relacionamento interpessoal e de trabalho é bom? Fisher defende que a empresa tem de prezar pelo bem-estar do funcionário. Porque ele entende que o funcionário feliz é mais produtivo e entrega mais resultado.

João: Ter um menor número de conflitos internos traz estabilidade para a operação da empresa. Mas, além das questões ligadas às relações trabalhistas, ele pontua também sobre o relacionamento dos administradores da empresa com seus acionistas. O diagnóstico de alinhamento entre os executivos e os acionistas proporciona melhores resultados.

Max: Ainda nesse tema das pessoas, Fisher gostava de conversar com os funcionários e ex-funcionários da empresa, para justamente identificar essa questão do bem-estar do time. Essas conversas permitiam a ele fazer um encontro das informações e traçar um cenário de como a companhia lidava com seus funcionários. Eles estariam motivados? Funcionários motivados teriam mais habilidade para fazer o negócio andar. Outro ponto que ele destaca e que você já adiantou é se a companhia possui uma excelente política de remuneração dos executivos. Ou seja, os executivos estão alinhados com os resultados e com a geração de lucro no longo prazo? Ele já procurava identificar a meritocracia nos negócios.

João: Exatamente. E acho que o próximo ponto que você vai falar é justamente a forma da aplicação da meritocracia.

Max: É mesmo. Ele questionava se a companhia tinha profundidade na gestão...

João: Isso mesmo. Ele observava o seguinte: as pessoas têm autoridade para conduzir o negócio? Ou a alta direção precisa ficar intervindo nas tarefas diárias?

Max: A alta direção tem que conseguir delegar as tarefas para as posições de gerência.

João: Seu livro é realmente uma aula de administração de empresas!

Max: Mais uma pergunta que ele fazia: a companhia tem uma boa área de custos e controle de gastos?

João: Fantástica pergunta, né? Ainda mais para a época.

Max: É, já naquela época ele falava sobre a importância de ser eficiente, de ser produtivo, de ter estrutura enxuta e de se preparar para alavancar operacionalmente a empresa para o crescimento.

João: E também conseguir enxergar de verdade o que está acontecendo na empresa. Tem muito balanço de companhia para o qual você olha e não sabe o que está realmente acontecendo. Porque a conta “outras despesas” é tão grande que os analistas não conseguem ter ideia de como o negócio está sendo gerido.

Max: Outro elemento a se investigar é se existem outros aspectos do negócio, peculiaridades do setor, que possam fornecer pistas importantes sobre o comportamento da companhia. Nesse ponto, ele quer saber se a empresa se destaca em relação aos concorrentes.

João: Isso. E com esse questionamento ele busca entender se a empresa tem alguma vantagem competitiva. Aqui ele fala de patentes, mais explicitamente. Conseguir patentes antes dos concorrentes pode levar a empresa a uma posição de vantagem. Para isso, a companhia precisa ter uma equipe de engenharia criativa. Afinal, as patentes expiram. É o ciclo do negócio.

Max: Outro aspecto observado por Fisher está relacionado à visão da companhia em relação aos seus lucros. Ele reforça a ideia de que o importante é uma companhia pensar lá na frente. Precisa fazer seus planejamentos para cinco ou dez anos e esquecer um pouco o curto prazo. Ou seja, a organização tem de estar preparada para olhar adiante.

João: E aqui ele cita o exemplo de ajuda mútua nas parcerias comerciais. A empresa, às vezes, precisa pensar adiante e não pode esmagar o parceiro comercial, porque ele pode acabar quebrando um elo importante da cadeia de produção. No Brasil, acho que os setores de aço e construção civil são um bom exemplo dessa parceria que o Fisher entende como fundamentais. Um setor não pode apertar tanto o outro porque, caso isso aconteça, a cadeia quebra. Outro exemplo é aço e montadoras. Outro: montadoras e autopeças. Os parceiros têm de criar uma condição de subsistência. O investidor também deve olhar para esse tipo de detalhe quando está analisando o negócio.

Max: Outro ponto: no futuro, é provável que o crescimento da companhia vai requerer a emissão de novas ações para financiar o negócio? Essa eventual emissão será em grande número a ponto de anular o benefício do acionista que se antecipou ao movimento? Ou seja, ele questiona se aquelas empresas que precisam emitir ações, se capitalizar ou até mesmo se alavancar para crescer podem ser bons investimentos. Aquelas que conseguem investir a partir da sua geração de caixa podem ser mais vantajosas para o investidor.

João: Fisher também considerava importante a questão do reinvestimento dos lucros. Mas entendo que ele não se preocupava muito com endividamento, desde que estivesse controlado. Em outras palavras, o endividamento não é um problema desde que os retornos propostos com os investimentos fossem controlados. Ele não vê problemas quando o time de gestão sabe exatamente o que vai fazer com uma nova dívida. O que transparece é que ele odeia os casos de empresas que tomam dívidas desnecessárias.

Max: Exatamente.

João: E existe um monte de empresas que faz isso aqui no Brasil. Tomam dívidas desnecessárias...

Max: Sobre o quesito transparência, ele também já questionava: “A companhia fala abertamente para seus investidores quando o negócio vai bem, mas se cala quando problemas e desapontamentos acontecem?”.

João: ... nossa (risos). Esse é o pior dos comportamentos.

Max: Além de transparência, nesse ponto, ele está falando de integridade. Esse é um ponto muito importante. No quesito ética, a relação é simples: péssimo time de gestão, péssima empresa. O time de gestão precisa ser transparente e íntegro. Não pode agir de forma diferente quando a empresa tem resultados bons e quando tem desempenho negativo. O time de gestão que se esconde pode ser um sinal de uma companhia muito...

João: ... frágil!

Max: Exato. Esse comportamento evidencia que a empresa tem fragilidades que podem vir a causar problemas em algum momento. Nesse ponto, Fisher deixa claro que, lá atrás, ele já se preocupava com a qualidade do time de gestão para o bom desempenho da corporação.

João: Isso mesmo!

Max: E o último ponto é o seguinte: a companhia possui uma administração de integridade inquestionável? É o que a gente já falou, né?

João: Sim. E é a estratégia do Fisher de amarrar um ponto no outro, um conceito no outro. É como se ele dissesse: “De novo, gente. Presta atenção no time de gestão!”.

Max: Sim. Porque o time de gestão precisa estar alinhado e focado em trazer resultado para a companhia. Para fechar, João... vamos destacar algumas curiosidades? A gente comentou sobre a questão dos dividendos, mas ele fala o seguinte: se reduzir a distribuição de dividendos significar o reinvestimento em bons projetos, ótimo.

João: Isso é melhor!

Max: É como ele falava. O investidor não precisa comprar empresas que são boas pagadoras de dividendos. Às vezes, comprar empresas que reinvestem é melhor. Outra recomendação do Fisher muito importante, e que faz parte do processo de investimento, é a seguinte: visite as filiais e a matriz da companhia. Visite o máximo de escritórios comerciais e unidades regionais, visando ter o máximo de informação possível para formar o racional sobre a empresa. E outro ponto importante que não comentamos é que o Buffett gosta bastante do Fisher e até já afirmou que a sua filosofia de investimentos seguia 15% do Fisher e 85% do Benjamin Graham. E que essa proporção entre os dois autores vem se igualando ao longo do tempo. Se você conferir a carteira de investimentos do Buffett hoje, dá para perceber que ele preza muito companhias que podem ser classificadas como growth. É o que a gente falou logo no início: manter um portfólio com os dois books (growth e value) talvez seja o ideal.

João: Max, tenho três pontos que gostaria de lembrar. São coisas que o investidor nunca deveria fazer, na avaliação do Fisher. Em primeiro lugar, o investidor não deve acreditar nos múltiplos (indicadores de mercado) de forma absoluta. Por exemplo: se a empresa está sendo negociada a três vezes seus lucros, isso não significa necessariamente que a ação está muito barata. Não se deve utilizar os múltiplos de forma cega.

Max: É preciso olhar o negócio... verificar se a empresa tem perspectiva de crescimento.

João: Outro ponto: não exagere na diversificação. Alguns seguidores do Fisher mudaram um pouco essa premissa. Mas ele era enfático nessa diretriz. Ele entende que, se o investidor encontrou algumas ações de crescimento... e ele até menciona que se o investidor encontrou cinco boas ações de crescimento, deve ater-se a elas.

Max: Principalmente se os negócios forem excepcionais.

João: Exatamente. E ele complementa com o seguinte: o número de empresas na carteira pode até ser dez se algumas delas forem

empresas mais novas. Nesse caso, é preciso ter cuidado com o peso que vai ser dado a essas companhias mais jovens, visto que ainda não vai ser possível avaliar todo o histórico da administração em diferentes cenários.

Max: Ou seja, ele fala numa diversificação apropriada...

João: É o que a gente tenta fazer na **Empiricus**, né, Max?

Max: Isso mesmo!

João: E, por último, Fisher aconselha: não siga a multidão!

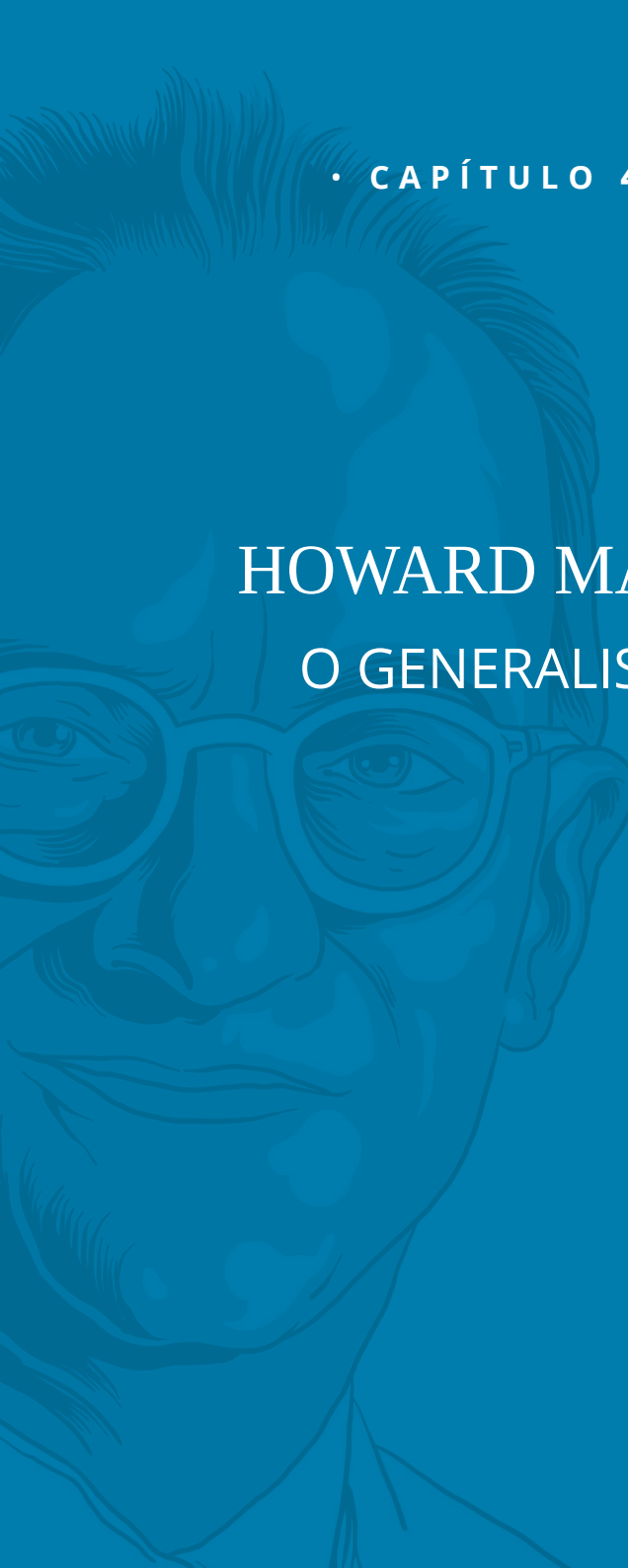
Max: É o lema do livro dele. Até destaquei uma frase: “O investidor inteligente pode lucrar se puder pensar de forma independente da multidão e se puder alcançar uma resposta valiosa quando a maioria dos analistas tender para o lado oposto. O treinamento para não ir com a multidão e estar apto a fazer ‘zigue’ quando a multidão faz ‘zague’ é, na minha opinião, um dos fundamentos mais importantes para o investimento de sucesso”. Muitas vezes, as oportunidades estão onde ninguém está olhando. Podem estar nas companhias fora do radar, mas com grande potencial de crescimento.

▲ GLOSSÁRIO

marketplace: plataforma virtual que liga vendedores de forma direta com compradores.

growth investing: estratégia de investimento focada em buscar empresas com forte potencial de crescimento e que possuam diferenciais competitivos claros.

Scuttlebutt Method: técnica de análise de investimento minuciosa, que se assemelha a uma investigação. Esse método procura obter informações sobre a companhia por meio dos seus clientes, fornecedores e competidores, ou, ainda, quaisquer agentes que tenham relacionamento com a empresa.

A stylized, blue-toned portrait of Howard Marks, an older man with glasses, is positioned on the left side of the page. The portrait is rendered in a sketch-like style with fine lines and shading, set against a solid blue background.

• CAPÍTULO 4 •

HOWARD MARKS: O GENERALISTA

*“No mundo dos
investimentos, é
preciso sobreviver
para ter sucesso.”*



“Quando vejo mensagens de Howard Marks no meu e-mail, elas são as primeiras que abro e leio. Eu sempre aprendo algo”, disse Buffett.

A frase acima ilustra bem o estilo de Marks, que gosta de expor suas opiniões e o que está pensando, sempre com uma análise robusta, com fundamentos e argumentos sólidos.

Hoje, ele é considerado um dos mais proeminentes investidores de valor. Ganha dinheiro buscando situações nas quais pode comprar na baixa, especialmente ativos em estresse, e vender no futuro por um preço mais alto.

É um dos gurus que mais sabe tratar com paciência os investimentos. Esperar pela hora certa de comprar e vender é uma parte importante do processo.

Marks dizia que acertos e erros sempre vão ocorrer na sua vida como investidor, no entanto, é importante estar constantemente buscando oportunidades e barganhas, onde quer que estejam.

Nesse sentido, nosso quarto guru expandiu sua área de atuação, entendendo que não há barganhas apenas em ações e nos EUA. Tornou-se mais generalista, investindo no mercado de crédito e em países emergentes como China, Turquia e Argentina.

Marks tem trazido ótimas reflexões sobre comportamento e investimentos. A psicologia e a economia, segundo ele, são mais próximas do que se possa imaginar.

Estudar Howard Marks e suas ideias é transcender o mundo dos investimentos. É uma aula que pode nos ajudar a ter uma mente mais aberta e clara.

Max: Neste bate-papo, vamos falar sobre o quarto investidor do nosso livro, o gestor de fundos Howard Marks. Vamos fazer comentários sobre as suas ideias e filosofia de investimento. Quer começar, João?

João: Vamos em frente, Max! Logo de cara, eu queria destacar que o Marks é mais um grande investidor que toca os seus negócios fora de Nova York e longe de Wall Street. A OakTree Capital, sua gestora de fundos de investimentos que possui aproximadamente US\$ 100 bilhões sob gestão, fica em Los Angeles. E, como já falamos, por conta disso ele consegue fugir da neurose de Wall Street e, assim, enxergar os negócios de forma diferenciada.

Max: Sob outro prisma.

João: Exato. Marks é um cara que trabalhou nos grandes bancos e tem uma história longa no mercado financeiro. Ele estudou na Universidade de Wharton, na Pensilvânia, e depois fez um MBA em Chicago. Durante a sua carreira, trabalhou com diversos tipos de ativos, além das ações, um detalhe que considero importante na formação do seu mindset.

Max: Sim, e talvez essa seja a maior diferença dele para os demais. Apesar de ele ter lidado com ações no início da carreira, hoje ele não...

João: ... não faz só isso.

Max: Exato. Pouco do tempo que ele gasta é dedicado para a análise de ações. Ele tem outros tipos de investimentos e é reconhecido por ter um perfil diferente daquele do cara da ação.

João: Podemos dizer que ele é mais reconhecido por ser um gestor de portfólios. É um investidor que enxerga o todo. Inclusive, me arrisco a dizer que, de todos os grandes investidores de que falamos aqui no livro, o Howard Marks é o primeiro investidor que se preocupa mais com o comportamento. Ele não se preocupa tanto com o lado técnico.

Max: Ele é um cara que sente mais o mercado. Como você falou, o Marks é um gestor e, portanto, diferente dos outros. Os outros têm mais o perfil de investidor com uma linha de pensamento muito bem definida, com foco em ações. Ele tem uma visão muito mais holística e talvez seja o investidor mais parecido com o perfil dos gestores com que a gente tem mais familiaridade. Ele traz pontos muito importantes de comportamento que eu, pessoalmente, admiro muito. Fala das dificuldades do dia a dia, dos dilemas e desafios ao lidar com as emoções e de como isso pode interferir na tomada de decisão. Além de mostrar o que os investidores deveriam fazer para encontrar a chave do sucesso, ou seja, como obter retornos superiores.

João: Acredito que o Marks aborda conceitos, diretrizes de cada um dos grandes investidores que a gente está estudando nesta série de conversas. Ele se considera na essência um value investor, mas que está mais preocupado com níveis de preços, e não necessariamente com as margens de segurança.

Max: Ele não é um value investor clássico porque não dá importância para o tipo...

João: ... para o tipo de negócio.

Max: Ou para a qualidade do business. Se o ativo tem uma margem de segurança, ou seja, você está comprando por preços realmente interessantes, pode ser um bom investimento. Isso é um pouco diferente dos outros value investors, que analisam também o negócio e o moat. Ele é mais trader, mais gestor de portfólio, no sentido de não se prender a uma filosofia só.

João: Ele quer procurar as oportunidades.

Max: Onde ele achar que tem oportunidade de ganhar e menor risco de perder, é lá que ele vai. Então ele tem um perfil mais trader, mais de mercado, mais “vivo”.

João: Max, tem uma história que quero destacar antes de começar a falar propriamente da filosofia dele. Sobre o principal livro dele, o *The Most Important Thing*, publicado em 2011. Todos os capítulos do livro se iniciam com esse bordão, que em uma tradução simples seria algo como “a coisa mais importante”. E, em cada um deles, ele vai descrevendo o que seriam as coisas mais importantes na hora de investir. E utilizou essa expressão no livro, porque, nas conversas com os clientes e com os colegas, sempre começava um argumento desta forma: “A coisa mais importante é pensar assim” ou “A coisa mais importante é olhar deste jeito”. Dessa forma de se expressar do Howard Marks é que surgiu o livro, no qual ele fala de risco...

Max: ... de gestão de risco, da falácia das previsões, da diferença entre preço e valor.

João: Exato. E todos esses temas acabavam virando “a coisa mais importante”. O livro é totalmente direcionado para se discutir a psicologia do investidor. Particularmente, gostei bastante e me apeguei a várias das suas ideias.

Max: Na minha opinião, Marks falou nesse livro tudo o que o Richard Thaler e Daniel Kahneman, estudiosos do comportamento humano, acabam dizendo de forma mais teórica. Ele aborda os mesmos conceitos e situações, mas traz um pouco mais para a realidade do investidor. Na tomada de decisão, na hora de comprar um ativo, como o investidor deve se comportar? Marks tangibiliza mais essa questão de comportamento do investidor.

João: E, dos caras que se dizem value investors, ele foi o primeiro que eu vi que cita diretamente o Nassim Taleb, e não só sua forma de pensar.

Max: Muito do que o Marks fala é talebiano.

João: Marks concorda com as teses do Taleb. Ele fala que o investidor não deveria abrir mão da sorte, porque sorte faz parte do jogo. O importante é que o investidor entenda quando está contando com a sorte e quando sabe exatamente o que está fazendo.

Max: João, acho interessante passarmos pelos temas que ele aborda no livro. Acho que passar por cada um dos assuntos é legal até para organizar nossa conversa aqui. O primeiro ponto mais evidente que ele discute está ligado ao risco e à importância de controlá-lo para se obter retornos superiores. É importante que o investidor conheça a si mesmo e o nível de risco que suporta. É aquela metáfora do mar: o mar é traiçoeiro. Então, não vá muito fundo porque ele pode se virar contra você. A relação é a mesma quando a gente fala de gestão de risco. Tem que ser bem gerenciado. O resultado pode ser bem nocivo quando você se alavanca demais e dá um passo maior que a perna.

João: Realmente, a base da filosofia de investimentos dele é evitar a perda permanente. Não sei dizer se o termo “permanente” é a melhor definição. O que quero dizer é que o investidor deve evitar a perda impossível de ser recuperada. Para ele, o investidor de sucesso é aquele que justamente consegue evitar essa perda. Ele prefere esse tipo de investidor do que aquele outro que sai caçando retorno em qualquer tipo de ativo. Evitando as perdas, o investidor conseguiria atingir retornos excepcionais. Porque as empresas vencedoras presentes dentro do portfólio garantiriam resultados acima da média. Ele bate muito na tecla da diferença entre o investidor que até consegue superar os benchmarks, que seria o normal, e o investidor que é “exceção à regra”, capaz de fugir do risco e garantir retornos muito acima da média.

Max: Seria aquele investidor que age de forma mais cirúrgica, né?

João: Isso mesmo. São pessoas com perfil mais cirúrgico. Mais tranquilas e que conseguem deixar as emoções de lado.

Max: É. Para ter esse perfil, é preciso ser capaz de controlar as emoções, justamente para não meter os pés pela mãos. Nessa jornada, é muito provável que o investidor veja outros ganhando dinheiro com oportunidades que ainda aparentam ser desconfortáveis. Marks diz

que as ocasiões que devem ser aproveitadas são somente aquelas que trazem conforto. São oportunidades em que o investidor estudou o cenário e a empresa e construiu uma convicção para investir. O investidor não deve entrar em tudo que aparece pela frente. Somente invista nos negócios em que você tenha convicção. Em relação ao risco, ele utiliza uma frase que, inclusive, muitos já falaram: “To succeed, you have to survive” (“Para ter sucesso, você tem que sobreviver”). Somente os sobreviventes o alcançarão.

João: Perfeito.

Max: E outra máxima que o Marks destaca é a seguinte: existem os investidores experientes e os investidores ousados. Mas não existem investidores experientes que são ousados.

João: Bela definição!

Max: Ao longo do tempo, o investidor aprende a não fazer qualquer aposta. Aprende que é preciso estudar a fundo uma ação, que é necessário entender bem um negócio...

João: ... saber onde pisar...

Max: ... e ser cirúrgico, colocando dinheiro apenas naquilo com que se sentir confortável.

João: Tenho só uma leve crítica a esse modo de ver do Howard Marks. Ele pode ser difícil de se aplicar na prática, principalmente pelos gestores de recursos. Porque se um gestor não for suficientemente ousado em algum momento da sua vida, então existe uma boa chance de que ele não ganhe o destaque necessário para sobreviver no mundo dos investimentos de forma perene. Encontrar a dose certa é bastante complicado. Como controlar o risco é bem difícil. Aliás, entrando um pouco mais nessa seara, achei muito legal a sua abordagem sobre risco e retorno. Tradicionalmente, o gráfico de risco e retorno é desenhado com base em dois eixos, x e y, como se fosse uma linha reta: quanto maior o risco, maior o retorno. Mas não deveria ser bem assim, certo? A ideia que ele procura passar está associada à variabilidade.

Quanto menor o risco, menor a variabilidade de retornos. Quanto maior o risco, maior a gama de resultados possíveis. Então, ele mostra...

Max: ... que quanto maior o risco, menor sua capacidade de controlar o resultado, e o investidor fica ao sabor...

João: ... ao sabor do imponderável. Essa é uma forma de olhar o risco que engloba os conceitos básicos da Teoria Moderna das Finanças (TMF) e vai um pouquinho além. Em seu livro, inclusive, ele fala muito da “hipótese de mercados eficientes”. Apesar das críticas dos value investors à TMF, Marks defende que os conceitos até podem ser aplicados, mas de forma cuidadosa. Quem está nos lendo aqui pode até não saber o que é “mercado eficiente”. Mas como é uma ideia associada à filosofia do Marks, acho importante explicar: o mercado eficiente é aquele no qual todas as notícias e informações sobre um ativo estariam disponíveis para todos e os preços dos ativos já teriam...

Max: ... se ajustado a elas.

João: Logicamente, não é bem isso o que acontece, porque, caso fosse, não existiriam oportunidades no mercado.

Max: João, um pouco antes, você havia comentado o fato de ele ser a primeira pessoa a citar as ideias de Taleb. Um ponto interessante que ele aborda é a questão das previsões, da falácia das previsões. Projetar o futuro é um exercício infrutífero, e o investidor deveria se concentrar no que realmente pode controlar. E o que seria controlável? Conhecer a fundo o negócio e, assim, saber mais do que a média dos analistas. Isso permitiria ao investidor conseguir retornos superiores ao mercado. Porque, na realidade, ninguém consegue prever a macroeconomia. O que chama de “sistema mais simples possível”, que seria uma empresa individual. Isso porque entender a fundo um ativo pode revelar boas surpresas. Se o ativo estiver sendo negociado por um preço muito menor do que ele vale, a chance de se obter retornos acima da média é muito maior. Ele orienta, portanto, que o investidor não perca tempo prevendo para onde vai a economia. As previsões são falaciosas, segundo ele. Por isso, a importância de olhar aquilo de que se tem mais conhecimento

e tomar as decisões sobre os acontecimentos de hoje. O futuro é incerto e eventos imprevisíveis sempre acontecem.

João: Sobre essa questão da profundidade do conhecimento e dos mercados eficientes, ele até cita aquele jogador de beisebol Lawrence “Yogi” Berra, que soltava umas frases sem pé nem cabeça. Em uma delas, ele dizia: “Esse restaurante é muito ruim. Ninguém mais vai nele porque sempre está muito cheio”. Você ouve isso e percebe a insensatez.

Max: Como assim ruim, se ele estaria cheio?

João: Mais: como assim ninguém mais vai a esse restaurante se ele está sempre cheio? É uma frase ilógica. É a mesma coisa em relação às ações. Não existe uma barganha que todo mundo conheça. Porque, se existisse, seus preços se ajustariam rapidamente. Por isso que o conhecimento é fundamental. Em relação à questão das previsões, ele cita duas regras que são chave. Regra número 1: a maioria dos investimentos é cíclica. Regra número 2: as maiores oportunidades são geradas porque, normalmente, o investidor esquece a regra número 1.

Max: Isso tem a ver com o fato de que os ciclos de alta e de baixa não duram para sempre. Mas, em seus extremos, os investidores tendem a acreditar que durarão. E é aí que o investidor precisa ficar atento. Nos picos, ele não pode achar que não vai parar nunca de subir. Nos ciclos de baixa, normalmente ele decide sair do mercado e, então, os preços sobem na cara. Não controlar as emoções nos momentos extremos do ciclo é o maior erro que o investidor pode cometer. Quando o ciclo é de alta, ele fica tão eufórico que quer investir mais, mais e mais, quando deveria realizar o lucro da posição. O Seth Klarman também dizia isso: “Venda suas posições de ações antes que elas alcancem o seu valor justo”.

João: O Marks foi o investidor que mais deu ênfase à última crise na hora de contar sua história. Para ele, a crise de 2008 foi a primeira crise de verdade que ele teria enfrentado.

Max: Sim, essa última crise completou dez anos em setembro de 2018.

João: Pois é, e ele fala que acertou o movimento. Relata que começou a comprar ativos no começo de 2009, porque acreditava que o mercado tinha ficado barato. Ele conta que logo depois de ele os ter comprado, alguns ainda caíram mais de 20% antes de voltarem a subir. Mas, enfim, ele relata que começou a vender posição no começo de 2007, logo que começou o estresse do subprime – crise das hipotecas nos Estados Unidos. Então esse é o primeiro cara que eu vejo que teria acertado o ciclo de forma completa. A questão é que ele não deixa claro o que ele teria identificado naquele momento, que fez ele dar o start do movimento de venda. Esse é um ponto que ele não esclarece muito bem. Ele conta que existia um estresse em 2007 e alguns números incômodos na economia. Mas se ele não acreditava em projeções... Ele não deixa tão claro qual teria sido o gatilho para sair dos mercados. Teve um quê de intuição. Agora, nesse último ano, ele deu uma orientação geral e disse que, talvez, o mercado americano esteja chegando às suas máximas. Mas, de novo, ele não deu uma resposta clara do que estaria vendo para identificar o fim do ciclo. Toda vez que ele fala dessa questão dos ciclos, ele foge e não responde claramente o que está enxergando. Pelo menos eu não encontrei uma resposta satisfatória. Seth Klarman, por exemplo, menciona quais indicadores utiliza. Warren Buffett diz que usa o moat. Marks....

Max: ... parece que ele sente mais o mercado.

João: É. Acho que ele age mais instintivamente.

Max: Exato. Talvez ele tenha um perfil mais parecido com o do Ray Dalio, um dos grandes gestores da atualidade.

João: Ou do George Soros, que já foi um exímio especulador...

Max: Verdade. É um perfil diferente. João, acho que a gente poderia passar pelo que ele chama de chaves do sucesso.

João: Sim, vamos lá.

Max: Já falamos algumas coisas, mas acho que vale destacar. A primeira chave é: controle suas emoções. Se você estudar a fundo,

você vai saber mais do que os outros. E é desse conhecimento que vêm os retornos superiores à média. Outra chave, e que o difere um pouco dos demais: ele diz que resultados superiores não vêm da compra de ações de qualidade; eles vêm da compra de ações que estejam valendo menos do que valem, sem considerar tanto a qualidade da empresa. O foco é no diferencial de preços e na questão da margem de segurança. Nesse contexto, ele recomenda que o investidor não fique aficcionado à questão da qualidade. O preço de um ativo é o que importa.

João: Para ele, a qualidade da empresa importa menos. A margem de segurança dele está no preço, está no mercado.

Max: Ele também recomenda ignorar barulhos, rumores, ruídos criados por opiniões diversas e focar mais no longo prazo. Essa é outra chave de sucesso para qualquer investidor. Acho que, nesse ponto, é legal a gente falar sobre uma das ideias de Howard Marks que mais gera polêmica, que é a postura de ser um contrário. Em inglês, “contrarian”.

João: O que muitos dizem que são, mas na verdade não o fazem.

Max: Acho que essa disposição de ser um contrário é o que mais dá notoriedade ao Marks e às opiniões que ele emite. E ele recomenda para o investidor o seguinte: pense diferente do consenso sempre que a sua chance de ser bem-sucedido for maior. Mas isso não é algo trivial. É uma postura que não vai deixá-lo confortável a todo momento. Por isso, é preciso ter uma força interior como investidor para se manter fiel às suas convicções e contra o mercado, contra o consenso.

João: Ele fala assim: ser contrarian não é simplesmente fazer as coisas ao contrário do mercado. É fazer o contrário sabendo bem claramente o motivo pelo qual você está fazendo. É preciso entender o que está sendo feito. Nesse ponto, Max, eu vou passar para uma abordagem dele que ainda não comentamos e que, talvez, seja “the most important thing” da filosofia dele. É o tal do “second-level thinking”, ou pensamento em segundo nível. Marks diz o seguinte: a maioria dos investidores quase sempre encerra as suas análises no ‘first-level thinking’.

Esse primeiro nível funciona com relações diretas, por exemplo: a economia está indo bem, logo a empresa também vai bem. O que o Marks faz é questionar essa conclusão. Se a economia vai bem, quais seriam os motivos pelos quais a empresa deveria ir bem? É preciso identificá-los e destrinchá-los. A gente já discutiu bastante alguns casos da Bolsa brasileira no MAB [As Melhores Ações da Bolsa, publicação da **Empiricus**] e como o second-level thinking tem a capacidade de reduzir o potencial de algumas teses de investimento. Em um primeiro momento, no first-level thinking, esses vetores não afetam, talvez nem sejam lembrados e não chamem atenção. Mas, quando se observa o second-level thinking, as coisas mudam de figura.

Max: Isso é muito interessante...

João: E é por isso que, do meu ponto de vista, ele assume esse papel de contrarian. Para conseguir ser um contrarian, você precisa praticar o second-level thinking e pensar fora da caixa. Essa reflexão é legal, porque, se você pensar em comportamento de ativo, a primeira análise sempre é a do first-level thinking, e a ação se comporta como se houvesse apenas esse primeiro nível de abordagem. Assim, se o first-level thinking é positivo para a empresa, os preços da ação tendem a subir em um primeiro momento. Mas aí surgem os investidores que começam a reagir a um second-level thinking e passam a vender a ação. O que acontece? O preço começa a cair. Então, o que se vê muito é que o mercado fica se equilibrando entre o first e o second-level thinking. O inverso também ocorre, claro. Às vezes, o investidor bate o olho em um ativo e, pelo first-level thinking, começa a vender a ação. Mas aí, em um segundo momento, o second-level thinking vem à tona e a ação começa a subir. Aí, o que seria uma segunda leitura sobre o negócio vira uma primeira leitura para aqueles caras que não conseguem pensar fora da caixa. Acho que na Bolsa brasileira existem alguns casos assim.

Max: Acho que isso está em linha com o que a gente falou anteriormente, que é a necessidade de você saber um pouco mais do que a média do mercado sobre a empresa em que pretende investir. Ter algum conhecimento a mais do que os outros já vai fazer você ser

bem-sucedido. Não precisa estudar para caramba. Precisa ver alguma coisa fora do consenso.

João: Fora do consenso e do espectro de análise da maioria. Ou seja, alguma coisa que ainda vai virar consenso. O second level é como encontrar o segundo passo antes dos demais. Quando essa segunda leitura, digamos, virar um consenso, você já entendeu aquele ponto há muito tempo.

Max: E, sobre esse ponto, Marks fala algo bem interessante: não é possível fazer a mesma coisa que os demais e esperar que você se saia melhor.

João: Isso mesmo.

Max: Se você seguir o consenso, seu resultado vai ser próximo a ele. Você só vai conseguir resultados superiores se pensar fora da caixa. É o second-level thinking. É importante: ser contrário não é ser do contra. É, sim, antecipar, antever e aproveitar as oportunidades.

João: É isso aí!

Max: As questões ligadas a comportamento do investidor também são muito interessantes. Ele faz algumas metáforas muito boas. Ele diz, por exemplo, que o investidor oscila como um pêndulo entre a ganância e o medo, entre a euforia e a depressão. Geralmente, oscila para o lado errado na hora errada. Isso a gente vê demais, não é, João? E ele completa: esse é o maior inimigo do investidor. Quando todo mundo está com medo, você está com medo também. Quando todo mundo está na euforia, você também está eufórico. Assim, você oscila para o lado errado na hora errada. É preciso fazer exatamente o oposto. É a questão do contrarian que busca fazer diferente do consenso: ser mais agressivo quando os outros estão defensivos ou ser mais defensivo quando os outros estão mais otimistas. Essa é mais uma chave para o sucesso para ele e tem muito a ver com comportamento. Outro ponto interessante é a questão dos estágios ou perfis do investidor. Ele explica o seguinte: “A atratividade de uma ação depende de quanto otimismo há no preço”.

João: Exato.

Max: Em um primeiro momento, não há otimismo embutido no preço. Um bom exemplo disso é o que a gente faz com as small caps. A gente tenta enxergar uma ação que ninguém está olhando, que está fora do radar. Ou seja, se ninguém está olhando, não há como existir otimismo. Seria então um ótimo ponto de entrada. Depois disso, tem uma segunda etapa que ele chama de “imitadores”, que são os primeiros que começam a imitar, a copiar o movimento de algum gestor, de algum investidor, e compram o papel. E, por fim, tem o que ele chama de “idiota”. É o cara que chega no fim da festa, quando só há otimismo e é a hora de vender, e não de comprar. O Marks enxerga esses três perfis de investidor que são, nas palavras dele, o “innovator”, o “imitator” e o “idiot” (risos).

João: Esse último chega na fase da bolha, certo?

Max: Exatamente. Na hora de apagar a luz. Então, o investidor precisa estar otimista, eufórico, quando a maioria dos outros investidores ainda não está. Foi isso que o Marks fez logo após a crise de 2008.

João: Ele saiu do mercado antes da crise e começou a remontar a posição em 2009. Tanto ele quanto o Seth Klarman aproveitaram muito bem a onda da crise financeira global de 2008.

Max: Outro ditado do Marks que eu traduzi e que achei muito bacana: “Quando não há nada mais inteligente a fazer, é um erro tentar ser inteligente”.

João: Bem isso mesmo.

Max: Às vezes, o mercado acha que dá para (risos) continuar ganhando...

João: ... que ainda existem coelhos na cartola...

Max: Quando as oportunidades se tornaram escassas e o consenso do mercado já mostrou que não é mais possível ganhar. Não extrapole. Não tente viajar na tese.

João: E, para ele, quando o momento é ruim para procurar oportunidades, uma das coisas que mais o desagrada é chegar ao escritório e não ter o que fazer.

Max: Outro ponto interessante do comportamento de que ele fala é o seguinte: os mercados são extremamente arriscados quando há uma crença disseminada de que não há risco. Quando isso acontece, é um problema.

João: É aí que mora o perigo.

Max: Foi assim na crise dos Estados Unidos, em 2008. Tudo parecia tranquilo até que as hipotecas explodiram e a crise do subprime emergiu. Marks também recomenda: sempre deixe um dinheiro no caixa para você não perder oportunidades. Invista somente em negócios que você conhece bem. Ele também comenta que sucesso não faz bem para todo mundo. Porque tem sempre os bem-sucedidos que começam a achar que podem tudo. Então ele reforça muito a questão da humildade e de o investidor sempre testar as suas convicções, questionando a si próprio por que estaria certo e os outros errados.

João: Por isso, é sempre importante questionar os motivos pelos quais um investidor teria informação diferenciada dos demais. É uma abordagem comportamental.

Max: Sim! E eu sou apaixonado por essa parte comportamental. Ele também fala que ninguém tem um bom desempenho nos mercados sempre, a toda hora. Todos sofrem com as quedas. A gente vê isso no dia a dia. Grandes investidores também têm desempenhos e anos ruins. Ele também orienta o seguinte: ao investir, é importante que as suas expectativas sejam razoáveis e que estejam dentro de parâmetros aceitáveis. Por quê? Porque almejar algo muito além do possível requer maior risco e é decepção garantida. É dar um passo maior que a perna. Se o investidor não tiver a coragem de ter convicção e paciência...

João: ... é melhor não ser investidor.

Max: Isso. Além do que, é a certeza de que você vai comprar no topo e vender no fundo. Só a paciência vai gerar a tranquilidade necessária para se perceber os melhores momentos de se entrar e sair. Se você não controlar suas emoções, vai comprar caro e vender barato sempre. Invista somente quando você se sentir confortável com o ativo escolhido.

João: Se você não formou a convicção e não tem o conhecimento sobre o ativo, não invista.

Max: Não invista. Seja mais preciso e mais cirúrgico ao investir.

João: Em termos de portfólio, Max, o Marks sempre fala para se investir de forma defensiva. Nesse contexto, ele defende o uso inteligente da diversificação. É um investidor que gosta da diversificação. Seu portfólio é extremamente diversificado com títulos de dívidas corporativas, ações, ativos no setor imobiliário, etc. Ele olha o mercado inteiro e não só o segmento de ações. A diversificação ajudaria o investidor a sobreviver nos momentos extremos, para justamente conseguir o “perfect pitch”, o golpe certo.

Max: O Marks sugere a diversificação como gestão do risco.

João: É uma coisa que ele diz que me fez pensar: investir defensivamente seria o equivalente a investir com medo. Porque o medo vai trazer a necessidade de se prestar atenção em tudo a todo momento. Investir com medo seria o equivalente a estar sempre alerta, a não deixar a guarda abaixar.

Max: Isso. Acho que é mais uma abordagem no sentido da atenção. Porque o medo paralisa. E o investidor não pode ficar paralisado.

João: Pois é. Na tradução literal, é medo. Ele diz: “Invest with scare”. Ou seja, ele usa mesmo a palavra medo.

Max: Mas seria mais com zelo...

João: ... com zelo. É isso. Porque o medo vai gerar o zelo no investidor. O que ele quer dizer é, na verdade, para que se invista somente naquilo em que se tem convicção. Esse arcabouço é bem

interessante e mostra que ele tem uma abordagem muito mais comportamental que outros.

Max: Ele tangibiliza muito mais a realidade do investidor. Diz para não surfar tendências, ser mais cirúrgico, ter mais paciência, ter mais foco no longo prazo, só investir quando se sentir confortável. Fazendo tudo isso, fica mais fácil não ser pego no contrapé e pelas nuances do mercado. Nessas, é que o investidor compra no topo e vende no fundo.

João: E essa filosofia faz com que o Marks fuja um pouco das planilhas e do que os números podem dizer. Ele é um investidor que evita ao máximo abordar indicadores, mas diz tudo o que precisaria ser feito quando se quer comprar um ativo.

Max: É um gestor que sente o mercado na pele e não dá muita atenção para fatores exógenos. Procura não prever os indicadores econômicos no futuro. Ele se preocupa muito com o presente. Nessa orientação, tem sido muito bem-sucedido nas suas decisões. Não à toa, tem uma fortuna de mais de US\$ 2 bilhões.

▲ GLOSSÁRIO

Nassim Taleb: escritor e profissional do mercado responsável pela autoria dos livros *A Lógica do Cisne Negro*, *Antifrágil* e *Iludidos pelo Acaso*. Símbolo da filosofia perseguida pela *Empiricus*.

benchmark: índice ou referência de mercado utilizado para comparar o desempenho de portfólios e ativos.

valor justo: similar ao valor intrínseco da empresa.

A stylized, blue-toned portrait of Joel Greenblatt, a man with a beard and mustache, looking slightly to the right. The portrait is rendered in a graphic, almost woodcut-like style with bold lines and shading. It occupies the left side of the page, with the right side being a solid blue background.

• CAPÍTULO 5 •

JOEL GREENBLATT: O MÁGICO

“Escolher ações sem ter a mínima ideia do que você está procurando é como percorrer uma fábrica de dinamite com um fósforo aceso. Você pode até sobreviver, mas ainda será um idiota.”



Simplicidade, objetividade, fórmula mágica. Palavras que definem Joel Greenblatt, nosso quinto guru do livro.

Seu método de seleção de ações pode ser replicado por qualquer pessoa física e promete bater consistentemente o mercado. E seu track record não o deixa mentir: são 30 anos consecutivos de sucesso.

Greenblatt costuma comparar seu processo de investimento em ações ao passo a passo para se investir em imóveis.

Se você investe R\$ 1 milhão em uma casa, precisa saber quanto de aluguel conseguiria obter todo ano em relação ao preço de compra, além de comparar o preço que está pagando com o das casas nas redondezas.

Em ações, é exatamente a mesma coisa. Você compra um ativo, esperando que ele se valorize e proporcione uma renda interessante com dividendos. Em paralelo, deve comparar sempre a ação com as demais do mesmo setor para saber se está cara ou barata.

Greenblatt sempre gostou de tornar a sua estratégia de investimento mais acessível e intuitiva, com foco nas ações boas e baratas.

Sua “fórmula mágica” foi responsável por educar uma geração de investidores sobre como um mix de valor e qualidade pode ser usado para construir portfólios vencedores.

Sem dúvida, as ideias de nosso quinto guru são valiosas e temos muito a aprender com ele.

Max: É a vez de falarmos sobre Joel Greenblatt, um dos grandes value investors de todos os tempos, com histórico consolidado e mais de 30 anos de atuação no mercado. Quero começar com uma frase dele que sintetiza muito seu pensamento: “Se eu não consigo avaliar um negócio, não invisto”. Ou seja, ele é um investidor que preza o conhecimento sobre os ativos em que se investirá. E a preocupação com o downside é um dos pontos mais importantes de sua filosofia. Mais do que pensar no upside ou no potencial de valorização que uma ação possa ter, ele diz que é preciso dar uma atenção especial às possibilidades de downside. O investidor deve sempre se perguntar: qual é o risco de eu perder dinheiro no longo prazo? Qual é o risco de eu escolher uma estratégia que apresenta um desempenho pior que o de outras? Ao encontrar respostas satisfatórias para essas perguntas, o investidor está, automaticamente, adquirindo uma ação com alta margem de segurança. Ao dar atenção para o downside e entender quanto pode perder, e se a análise for bem-feita, o investidor adquirirá uma ação com alto potencial de valorização. Nesse ponto, Greenblatt se diferencia dos demais value investors, porque se preocupa mais com o downside. Ele está mais preocupado com o quanto pode perder e não tanto com o potencial de valorização.

João: Esse foco o leva (Greenblatt) diretamente à raiz do value investing. Como o Seth Klarman, Greenblatt é um fã de carteirinha do Benjamin Graham, de quem fala muito. Ele até conta em um de seus livros que, quando ainda era analista e estava começando a carreira,

leu um artigo sobre o Benjamim Graham que mudou sua forma de enxergar os investimentos. Nas suas palavras: “Foi uma luz na minha cabeça”. É a ideia clássica de comprar ações baratas, que estejam sendo negociadas fora do seu preço intrínseco. Mas Greenblatt evoluiu com o tempo. Em seu livro, que vamos comentar mais adiante, ele trata da questão do bom e barato. Ele defende que os investimentos devem ser bons, e não apenas baratos.

Max: Acho que é importante dizer que, apesar de ele ter o Graham como uma grande referência, Greenblatt tinha um foco um pouco diferente. O Graham, em seu processo de investimento, procurava empresas baratas e, às vezes, encontrava ativos muito ruins. Greenblatt recomenda que o investidor encontre as ações boas e baratas. É o famoso BB. Ele vai um pouco além do Graham nesse sentido. O Graham comprava empresas baratas, que estavam com valor de mercado abaixo do valor patrimonial.

João: Muitas empresas que passavam por momentos difíceis, que talvez não fossem...

Max: ... interessantes no longo prazo. Greenblatt fala que ação barata é ótimo. Mas é preciso comprar negócios bons, que possuam qualidade e potencial de alto retorno de capital. Boas empresas têm um alto retorno sobre o capital empregado. Se você consegue selecionar empresas com forte lucratividade, melhor será o seu retorno no longo prazo.

João: Vamos falar um pouco da história dele então?

Max: Vamos.

João: Greenblatt é um investidor de Nova York que fez carreira próximo a Wall Street. Atualmente, é professor da Universidade Columbia, assim como o Bruce Greenwald.

Max: É investidor e acadêmico.

João: É um professor nato. Ao pesquisar sobre ele, torna-se clara a percepção de que Greenblatt gosta bastante de ajudar as pessoas a

entender mais sobre investimentos e sobre negócios. Todo o material que ele publica é superdidático, com exemplos muito simples. Ele não entra em detalhes a todo momento e tenta trazer o conteúdo de uma forma muito fácil para o leitor.

Max: Essa boa didática reflete exatamente a forma com que ele lida com seus investimentos. Ele procura manter certa simplicidade no stock picking e na seleção de ativos. É um investidor muito bem-sucedido. Ganha do benchmark há muitos anos.

João: Greenblatt é o gestor de hedge funds com o melhor desempenho histórico. Enquanto esteve à frente da Gotham Capital, obteve retornos anualizados acima dos 30%.

Max: Ele se baseia em indicadores financeiros-chave e, de uma forma simples, consegue chegar a um veredito sobre o investimento. Ele consegue tornar algo complexo em algo simples, acessível ao investidor comum. Essa é uma grande qualidade dele.

João: Essa questão da facilidade e acessibilidade ao investidor comum é explícita no seu principal livro, *The Little Book That Beats the Market*.

Max: “O Pequeno Livro que Bate o Mercado”.

João: É um texto bem divertido e fácil de ser absorvido, em que ele mostra passos simples que qualquer investidor pessoa física poderia seguir para montar uma carteira vencedora. Esses passos permitiriam que esse investidor superasse qualquer investidor profissional. Basicamente, ele sugere o acompanhamento de dois indicadores financeiros. Um deles é o earnings yield, que mede o quanto uma empresa vale em relação ao seu lucro operacional. E o outro é o retorno sobre o capital investido, que você comentou logo no início. Eles deveriam ser calculados para todas as companhias listadas na Bolsa americana e, então, seus resultados seriam ranqueados. As 20 ou 30 ações que liderassem o ranking deveriam ser adquiridas e mantidas por um ano. Nos anos seguintes, o processo deveria ser repetido, com a venda das ações do ano anterior que ficassem de fora do ranking e a aquisição

daquelas que passassem a fazer parte dele. De acordo com o backtest do próprio Greenblatt, uma carteira montada dessa forma teria gerado para o investidor médio retornos acima de 30% ao ano.

Max: É o que ele chama de fórmula mágica ou “magic formula”, conceito que defende com convicção no livro. João, você mencionou um ponto interessante que Greenblatt defende, que são as vantagens que os investidores comuns têm perante os grandes. A questão da liquidez das ações lhes dá uma vantagem importante. Quem tem muito dinheiro para alocar não consegue aproveitar todas as oportunidades porque algumas ações são ilíquidas. Ou seja, ao comprar ou vender alguma ação, o grande investidor acaba mexendo muito com o preço do papel e prejudicando o negócio em si. O investidor pessoa física consegue aproveitar as oportunidades. Ele é capaz de descobrir e investir em empresas pequenas que, em um mercado ineficiente, estão mal precificadas e são negociadas por preços inferiores ao que valem. Essa é uma das vantagens do investidor pessoa física diante dos grandes.

João: Uma grande vantagem! No livro, o foco é praticamente direcionado para o investidor individual e a fórmula mágica. Mas quando a gente volta mais no tempo, Greenblatt, enquanto era o principal gestor do Gotham Capital, não seguia necessariamente a fórmula mágica. Ele era um pouco mais agressivo na aplicação do conceito de value investing. Era um investidor que ficava atento aos eventos corporativos, assim como Seth Klarman. Gostava de aproveitar as oportunidades que surgiam quando as companhias passavam por eventos corporativos, spin-offs e aquisições. As ações das companhias que passam por esses eventos sofrem diante do desconhecimento das partes envolvidas e dos investidores. Nesse momento, ele aproveitava para comprar as ações. Ele fazia questão de entender essas negociações das empresas...

Max: Para justamente não perder oportunidades! Esse tipo de característica também se faz presente na linha de investimentos do Howard Marks. O investidor só deve entrar naquelas oportunidades com que se sente confortável.

João: Ele fala muito sobre essa questão de conhecer os negócios. E aí que vêm as diferenças entre a sua abordagem no investidor pessoa física e o que ele praticava na Gotham Capital. No livro, a recomendação era que o investidor comum mantivesse algo entre 20 e 30 ações na carteira, para justamente mitigar riscos. Na Gotham Capital, no entanto, seu portfólio era bem concentrado. Tinha de seis a oito ações. Procurava conhecer a fundo os negócios. Conseguiu fazer crescer seu hedge fund com essa estratégia de concentração. Mas, ao longo do tempo, sua evolução como investidor é perceptível: à medida que ele foi ficando mais velho, Greenblatt foi mudando sua forma de montar uma carteira. Para vencer o mercado, ele percebeu que não é preciso ser tão agressivo e manter um portfólio superconcentrado. Foi aí que ele criou a fórmula mágica. O investidor pessoa física não tem porque ter um comportamento tão agressivo.

Max: Não tem porque se concentrar tanto, colocar todos os ovos na mesma cesta. Ele conta que mudou um pouco sua percepção de como investir quando começou a lecionar. Manter cerca de oito ações (de diferentes setores) já fornece uma boa diversificação na carteira. Contanto, claro, que você conheça bem cada negócio, cada investimento.

João: Essa evolução do Greenblatt foi responsável pelo abandono do value investing puro na Gotham Capital. Hoje, a Gotham tem fundos long & short, entre vários outros.

Max: Tem fundos de equity hedge também.

João: Isso. Tem um fundo de equity hedge que é gigantesco – cerca de US\$ 1 bilhão. O fato é que ele começou a perceber que passava muito estresse com a estratégia de value investing, apesar de saber que esse modelo é o mais vencedor no longo prazo. Mas sempre vão existir aqueles dois ou três anos em que o fundo vai perder 20% ou 30% do seu patrimônio. São momentos difíceis e, nas suas palavras, nada triviais. E ele refletia sobre o despreparo dos cotistas em ver o seu patrimônio cair. Em razão disso, ele decidiu alterar sua forma de gerir seus fundos. Ele disse até que, hoje, não ganha tanto dinheiro quanto antigamente, mas pelo menos dorme mais tranquilo (risos).

Max: João, agora você tocou na questão do longo prazo. Ele recomenda que as pessoas invistam num horizonte de três a cinco anos e diz que, nesse período, o investidor já terá uma vantagem sobre os demais. É um período mínimo para uma comparação relevante dos riscos e retornos dos investimentos.

João: Certamente.

Max: Ou seja, ele entende que, ao manter uma posição em uma ação por horizonte de três a cinco anos, o investidor ganha convicção, aprende mais sobre o negócio e adquire uma maior capacidade em termos de tomada de decisão.

João: E isso faz muito sentido, não é? Porque, nesse prazo, o investidor conseguiria capturar o ciclo do investimento das próprias empresas. Nas palestras dele, ele mostra o desempenho do mercado americano nas últimas décadas. Greenblatt conta que, no começo dos anos 1990, o S&P 500, principal índice da Bolsa americana, dobrou de valor. Na bolha da internet, o índice caiu pela metade. Depois, até 2008, o S&P dobrou de valor novamente. Na crise de 2008-09, o índice perdeu metade do seu valor mais uma vez. No atual bull market, iniciado no pós-crise, o índice triplicou de valor. Durante praticamente todos esses anos, diversos negócios não tiveram as suas estratégias alteradas substancialmente e suas ações se multiplicaram por muito mais de dez vezes. Ou seja, se o investidor focar no longo prazo, ele consegue aproveitar todos os ciclos de investimento das empresas. Para aproveitar a oportunidade como um todo, é imperativa uma visão com prazos mais alongados.

Max: Uma outra estratégia relacionada à montagem de portfólio e à aquisição de ações com grandes descontos é a seguinte: adquirir os ativos nos seus preços mínimos em 52 semanas – ou um ano. Ele argumenta que, comprando nesse preço, há uma grande chance de a direção dos preços reverter para a média e o investidor conseguir embolsar bons ganhos. A alta margem de segurança compensa: comprar em um bom momento faz com que o investidor tenha pouco a perder e muito a ganhar.

João: Essa estratégia está associada à sua fórmula mágica. Quando o preço das ações se encontra na mínima de 52 semanas, o earnings yield vai estar no seu auge. Em outras palavras: a geração de fluxos de caixa da empresa seria enorme frente ao seu valor de mercado. Nessa mínima de 52 semanas, o investidor, muito provavelmente, conseguirá pegar todos os “benefícios” da distorção de preços, ao aproveitar as ações que estão sendo largadas na mesa. Comprar o bom e barato!

Max: João, tem duas dicas comportamentais para as quais Greenblatt dá uma ênfase grande. A primeira é que o investidor seja fiel à sua personalidade. Ou seja, ele não deve tomar riscos que ele não possa aguentar. Howard Marks também comenta sobre o assunto. A segunda dica é mais uma autorreflexão: um investidor não precisa ser um grande analista de ações para ser bem-sucedido. Basta atentar para alguns pontos que os outros não estão olhando.

João: Essa é uma dica mais complicada... não é fácil descobrir quais são esses outros pontos que ninguém enxergou. Não é tão óbvio assim. Parece fácil, mas não é. Nisso eu acho que tenho que pegar no pé dele. Realmente, não é tão simples.

Max: Não é simples para ninguém! Nem mesmo para os investidores institucionais. Para o investidor pessoa física, que tem menos acesso a informações e fluxos, é mais difícil ainda.

João: Concorde.

Max: João, quero voltar agora um pouco à questão da fórmula mágica. Greenblatt é um investidor que se prende a indicadores financeiros e de mercado.

João: Sim, sim.

Max: Ele traz mais simplicidade, mas se baseia em indicadores financeiros para selecionar as melhores ações. E existem dois indicadores, digamos, dois múltiplos que definem se uma empresa é boa e barata. Vou ressaltar o que você já comentou. Um é o earnings yield, que é exatamente o lucro operacional sobre o valor da empresa.

Ao explicar o que é o earnings yield, ele exemplifica falando do lugar onde você mora. Imagine o seguinte: você compra uma casa por R\$ 1 milhão. Quanto você conseguiria com seu aluguel? Se esse imóvel gerasse R\$ 100 mil ao ano de aluguel, você teria 10% de retorno. Essa é basicamente a ideia do earnings yield. É o lucro de uma operação – no caso, o aluguel de uma casa – em cima do valor do ativo. Toda empresa gera um lucro operacional e tem um valor intrínseco, que seria a soma do valor de mercado mais a sua dívida líquida. E o outro indicador que ele utiliza é o retorno sobre o capital empregado, que já comentei antes – lucro operacional sobre ativos fixos mais o capital de giro, que é todo o capital empregado na operação. Nesse exemplo, seria algo como os recursos envolvidos em manter a casa no modo “operacional”. É a mesma coisa em relação às ações: o earnings yield da casa é o aluguel gerado por esse imóvel, enquanto o retorno do capital está associado ao resultado obtido em cima da sua operacionalização.

João: Esse exemplo da casa é bem legal. E aplicar essa fórmula, principalmente para a Bolsa americana, é muito interessante. Ano após ano, é possível ver novas empresas galgando posições no ranking. Com essa fórmula, o investidor sempre mantém um portfólio equilibrado, com negócios que apresentam boas operações vis-à-vis e que estão sendo negociados por preços defasados.

Max: De certa forma, com essa formulação, ele alia fundamento e timing. Quando você busca essa combinação, são grandes as chances de se ter um bom investimento.

João: O mais interessante é que ele olha o timing de uma forma um pouco diferente. Greenblatt olha os níveis de preço das ações, mas de forma embutida no earnings yield, numa perspectiva da lucratividade. Ele não olha só o preço atual ou o que está indicado na tela do home broker.

Max: Se a empresa for barata, o denominador (onde se encontra o preço) vai ser baixo e aí o earnings yield vai ser elevado.

João: Um outro assunto que ele comenta bastante diz respeito aos ETFs tradicionais. Os ETFs são aqueles fundos negociados em Bolsa que normalmente seguem os principais índices de mercado. Warren Buffett, por exemplo, é um defensor dos ETFs. Ele acha que são os melhores veículos de investimento para os investidores comuns. Greenblatt critica um pouco essa visão. Ele argumenta que o investimento via ETFs gera um retorno marginal ruim para o investidor comum. Isso acontece porque os índices são construídos para privilegiar as ações com o maior valor de mercado e liquidez e não necessariamente as que são mais atrativas. Indiretamente, via ETF o investidor acaba comprando o que é mais caro e deixando de lado as empresas mais baratas. A sugestão dele é que o investidor comum fuja desse investimento passivo e monte uma carteira em que os ativos tenham pesos iguais. Pode até seguir a composição dos índices, mas desde que as ações tenham pesos iguais no portfólio. Assim, devido à questão do retorno à média, que já comentei anteriormente, o investidor conseguiria comprar ações de empresas baratas e com pesos equilibrados em relação às principais empresas do índice. De certa forma, foi com esse arcabouço que Greenblatt criou a fórmula mágica e todo o racional que a gente já comentou.

Max: Acho legal destacar que, como um value investor, ele tem algumas frases bem interessantes. Esta primeira é clássica. Remete à ideia de se entender bem sobre o investimento. A frase é a seguinte: “Escolher uma ação sem a menor ideia do que seja é como entrar numa fábrica de dinamites com um fósforo aceso. Você pode até sobreviver, mas continuará sendo um idiota”. Ou seja, invista naquilo que você conhece. Se você não consegue avaliar um negócio, é melhor não investir.

João: Essa é uma das melhores definições de risco que já ouvi.

Max: Outra frase de destaque é a seguinte: “Valor é descobrir quanto vale uma companhia e comprar quando o preço da ação estiver muito abaixo desse valor”.

João: Essa é um clássico!

Max: Mais uma: “Os preços das ações variam loucamente em períodos curtos de tempo”. Isso não quer dizer que o valor da empresa tenha mudado também. Ou seja, procure as oportunidades, porque, no curto prazo, o mercado funciona muito com base na emoção. Mas, no longo prazo, os negócios reais “se manifestam”.

João: Ele não aborda diretamente a questão dos mercados eficientes, como o Howard Marks faz. Greenblatt critica a teoria moderna das finanças, pois ela não funciona muito bem. Mas o que ele fala é que, de tempos em tempos, o mercado acaba se ajustando para o que é racional. A questão é o tempo que leva para se ajustar. Pode ser que o investidor dê sorte e consiga comprar ações em um período que logo antecede o ajuste. Mas pode ser que, em algum momento, ele tenha que esperar um tempo maior para absorver os ganhos.

Max: Mais algum ponto, João?

João: Uma dica para o leitor que quiser se aprofundar mais neste guru é o livro que já citamos mais acima, *The Little Book That Beats the Market*. Não quero dar spoilers, mas logo no primeiro capítulo ele dá uma “aulinha” de investimentos para o filho. Clara e intuitiva. Mais para a frente, Greenblatt traz outros exemplos simples e os relaciona com investimentos. Em um deles, ele faz uma alusão ao filme *Karatê Kid*, quando o senhor Miyagi ensina Daniel San como aprender karatê. A simplicidade das técnicas de ensino do senhor Miyagi podem até não ser tão eficientes na vida real, mas, no caso dos investimentos (e de acordo com a ótica de Greenblatt), a simplicidade pode transformar o investidor comum em um mestre dos investimentos. Quem sabe ele não está certo?

▲GLOSSÁRIO

downside: potencial de desvalorização.

upside: potencial de valorização.

earnings yield: indicador financeiro que mede o quanto uma companhia está barata em relação ao lucro operacional gerado em um período – lucro operacional/valor da empresa.

stock picking: seleção de ações.

backtest: metodologia na qual são utilizadas informações históricas para se testar o desempenho de alguma estratégia de investimento.

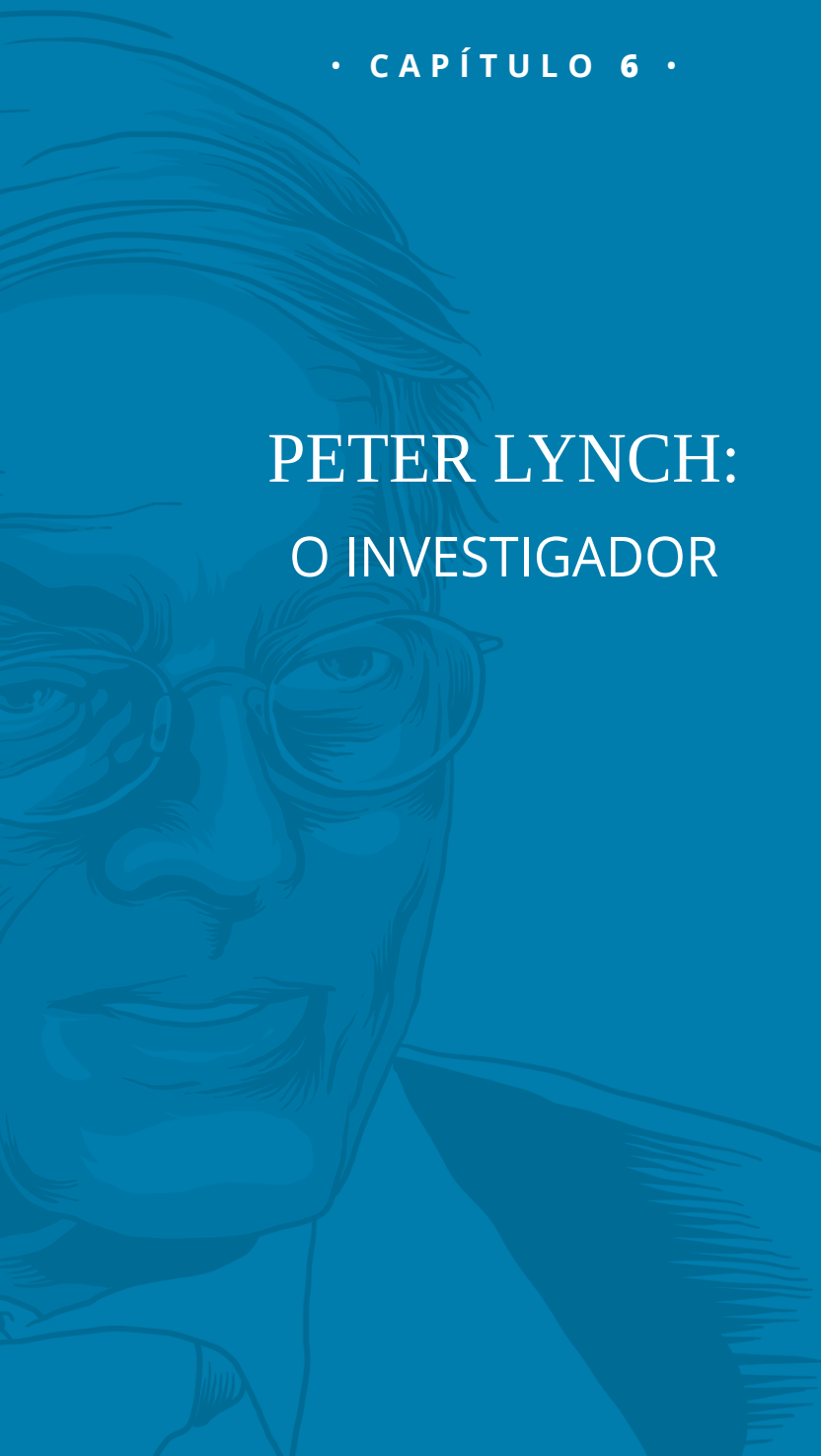
benchmark: índice de referência.

hedge fund: fundo multimercado que investe em diferentes ativos com graus de risco variados.

bull market: expressão que representa um mercado otimista.

• CAPÍTULO 6 •

PETER LYNCH: O INVESTIGADOR



*“Possuir ações é como ter filhos.
Não tenha mais do que você
consegue administrar.”*



Nosso sexto guru não analisava ações; ele as investigava.

Para ele, você deve conhecer bem o que está comprando. Quanto mais informação você tiver sobre o negócio, maiores são as chances de encontrar uma boa história em que investir.

Fiel defensor da abordagem “bottom-up”, na qual o investidor se concentra nos fundamentos das empresas, Lynch considera fundamental o investidor se familiarizar com os negócios da companhia, realizando uma análise criteriosa com foco no potencial de crescimento e lucratividade.

Para Lynch, qualquer um poderia fazer isso. Ademais, ele acreditava que o investidor pessoa física tinha uma vantagem sobre o profissional, pois poderia agir com mais liberdade e de forma independente. Assim, chegaria às barganhas antes dos profissionais do mercado.

Com essa cabeça, Lynch começou a investir e construiu uma trajetória de sucesso. Nos anos 1980, como gestor de um dos maiores fundos de investimento norte-americano, o Fidelity Magellan, chegou a administrar US\$ 14 bilhões, montante muito expressivo para a época.

Nosso sexto guru é um homem de mente brilhante, que produziu ideias atemporais de que se beneficiam todos os investidores, pessoas físicas e profissionais.

Max: Neste capítulo, vamos falar sobre o megainvestidor Peter Lynch. E, já de início, faço uma afirmação a partir de tudo o que estudamos: ele é o cara que mais falou para a pessoa física, para o pequeno investidor.

João: É verdade, Max.

Max: De todos os que trouxemos até agora, Lynch foi o investidor que mais deu dicas e que mais se dedicou a passar sua experiência para o pequeno investidor. E, por isso, ele já ganha um status de maior relevância entre todos os que a gente está analisando. Pelo menos, essa é a minha opinião, João.

João: Realmente a simplicidade é a palavra-chave quando falamos de Peter Lynch. Ele procura mostrar às pessoas que investir é uma tarefa simples. Entretanto, as técnicas que ele ensina e utiliza não são tão simples. O investidor precisa de dedicação e de vontade para montar uma carteira da forma como ele olhava os ativos. Mas ele coloca que...

Max: ... para você enxergar bons negócios, basta ser um bom observador.

João: Isso!

Max: É, isso qualquer pessoa pode fazer. Basta ir até o supermercado, a padaria ou conversar com amigos. O primeiro passo é se interessar por uma empresa, seu produto ou o seu serviço. Como consumidoras, as pessoas teriam uma grande capacidade de avaliá-los. Praticamente mais de meio caminho andado na hora de se investir!

João: Logo de cara ele pontua essa “técnica”. Lynch comenta que investia nas empresas que fabricavam os produtos que a mulher dele

comprava, nas redes de restaurantes a que ele gostava de ir e coisas do gênero. Isso é muito mais fácil de fazer nos Estados Unidos do que no Brasil...

Max: ... porque lá há um grande número de empresas listadas na Bolsa. Aqui, realmente é mais difícil. Por isso, existe uma dificuldade de colocar algumas das ideias do Peter Lynch em prática aqui. Essa é uma das restrições. Mas o fato é que ele ganhou muito dinheiro com o investimento em empresas conhecidas, do seu dia a dia, como Walmart, Dunkin' Donuts, Taco Bell, Chrysler, etc. Provavelmente, tinha um carro da Chrysler.

João: Isso eu não sei dizer... Mas posso dizer que os ganhos com as ações da Ford estão entre os maiores que ele teve. O que é importante de mencionar é que seus retornos estupendos foram obtidos na década de 1980, em plena recuperação da economia americana. Foi um período em que o consumismo americano começou a ganhar força. Isso também ajuda a justificar sua visão sobre se investir em produtos e serviços que começaram a ganhar mais força nesse período.

Max: Ele até dizia que, se uma pessoa gostasse de uma loja, haveria boas chances de que ela se apaixonasse pela ação. Era esse preceito que ele seguia. Muitos investimentos podiam ser descobertos numa caminhada, em um passeio no shopping ou em uma conversa com amigos e família. Ele conta, inclusive, que dois terços do PIB eram consumo das famílias. Pelo menos, é assim na economia dos Estados Unidos. Não sei se isso se reflete aqui no Brasil...

João: Aqui também!

Max: Mas isso mostra que, se o investidor tem uma boa percepção de produtos e serviços e consegue avaliar o que é atrativo, ele conseguirá chegar a boas conclusões e identificar excelentes oportunidades de investimento. Então, acho que um ponto importante do Lynch é que ele consegue tangibilizar a questão do investimento em ações.

João: Além de desmistificar.

Max: Exato. Lynch consegue traduzir essa questão para algo mais cotidiano, mais mundano. Sua visão fortalece a posição do

pequeno investidor. As suas dicas deixam as pessoas físicas mais confortáveis na hora de investir em ações. É o que procuramos fazer com o nosso trabalho. Não é à toa o Felipe [Miranda, estrategista-chefe da **Empiricus**] cita muito o Peter Lynch na sua newsletter diária Day One. Esse aspecto é de grande valia para a democratização dos investimentos em ações. O Lynch dá várias dicas interessantes. Ao falar delas, vamos conseguir mostrar bem o que pensa e como investe o Peter Lynch.

João: Antes de começar, quero contar um pouco da história profissional do Lynch. Ele foi gestor do Fidelity Magellan Fund de 1977 a 1990. Nesse período, ele conseguiu um retorno anualizado de 29%, um dos maiores da nossa turma de gestores.

Max: Quase o dobro do que o índice S&P 500 gerou nesse mesmo período.

João: Sim! E ele saiu do mercado, é importante dizer, um pouco antes de o mercado entrar no bear market por causa da Guerra do Golfo. Ele até comenta em vídeos na internet que muitos dos colegas dele diziam que tinha sido um sortudo por ter saído momentos antes...

Max: ... do período de crise.

João: Pois é! Também o achei sortudo. É, também, um cara que fez MBA...

Max: Quero destacar esse ponto. Ele não é um cara formado em Finanças, em Economia ou em Administração. Ele é formado em História, Psicologia e Filosofia. E depois fez um MBA em Wharton. A sua formação ajuda também na construção da sua estratégia de trazer o mundo dos investimentos para o cotidiano. Acho que ele é um dos primeiros que começaram a falar de psicologia ligada à economia. Hoje em dia, é um tema bastante recorrente. Agora, entende-se que investir em ações requer autoavaliações frequentes, controle das emoções, disciplina e paciência. Essa ótica, já abordada por Lynch lá atrás, é resultante, certamente, da sua formação em Psicologia e História. Tem uma frase dele que muito me chama atenção: “Todos têm cérebro para ganhar dinheiro com ações”. Ou seja, todos teriam condições de

ganhar dinheiro com ações. O problema é que, como completa o Lynch, “nem todos têm estômago”. Isso é a maior verdade. Se você não consegue controlar as suas emoções, não consegue ter paciência, focar no longo prazo e ser disciplinado para comprar e vender na hora certa, você tem menos chance de ser bem-sucedido no mercado de ações. E a grande maioria das pessoas, de fato, não tem estômago. Não consegue controlar as emoções e acaba negociando no momento errado. Outra analogia que ele fazia, relacionada à questão da psicologia, era a seguinte: “Um declínio no mercado de ações é tão esperado quanto fortes nevascas no inverno americano. Se você estiver preparado tanto para uma coisa quanto para outra, não vai se machucar”. Seu intuito era pontuar ao investidor que mantivesse carteiras diversificadas e capazes de proteger o seu portfólio.

João: A diversificação é o seu mantra. Ele sempre mantinha um número bastante elevado de ações em seu portfólio.

Max: Isso mesmo. Mas eu acho que é o único ponto em que ele soa um pouco contraditório...

João: É verdade.

Max: Porque ele desaconselhava a diversificação excessiva quando ela viesse a reduzir a capacidade do indivíduo de analisar as empresas e a carteira de forma eficiente. Só que ele é o cara que manteve mais de 700 ações em seu portfólio! Um pouco de contrassenso. Como ele e sua equipe conseguiam dar conta da análise e acompanhamento das 700 ações? Nem se trabalhassem sete dias por semana, num esquema 24 x 7.

João: Pois é... (risos)

Max: Mas a questão principal é: como você pode entender profundamente 700 ações? É muito difícil. Por isso que a diversificação precisa ser apropriada, de modo que você consiga acompanhar diligentemente a evolução das ações. Tanto é assim que ele mesmo usava o ditado: “Ter ações é como ter crianças. Não se envolva com mais do que você consegue lidar”.

João: Boa!

Max: Você já imaginou cuidar de 15 crianças? Não vai conseguir. Talvez esse seja o ponto mais contraditório e que faz com que eu não me sinta 100% confortável com a estratégia do Peter Lynch. Gosto muito da história dele. Mas não tenho que seguir 100% do que ele fala.

João: Justo! E nessa tecla eu gosto de bater: ao mesmo tempo que ele reforça a simplicidade na hora de investir e no esforço de trazer a pessoa física para o mundo dos investimentos em ações, ele aborda temas que são mais direcionados para o investidor avançado. Ele fala para olhar o balanço da empresa, a posição de caixa, o fluxo de caixa, etc. Esses aspectos não são tão óbvios para o investidor comum.

Max: É preciso dedicar tempo para isso.

João: Sim. Precisa dedicar tempo para ver o que é possível de se absorver dos demonstrativos. Por exemplo, ele comenta muito sobre os estoques das empresas. Recomenda uma atenção especial para se entender como anda a evolução dos produtos das empresas. São diversos pontos em que ele sugere atenção e que não são fáceis de ser observados por investidores comuns.

Max: É verdade! Não são aspectos fáceis.

João: Outro exemplo complicado: os “hidden assets”, que são os ativos que podem estar escondidos no balanço da empresa. Para encontrar e entender esse tipo de coisa, é preciso uma pesquisa eficaz...

Max: ... e tempo.

João: Ele também fala de se analisar a saúde dos planos de pensão das empresas, se eles precisarão de aportes no futuro, etc. Enfim, são vários aspectos que ele enumera e aborda, mas que não são óbvios para a pessoa física normal. Por outro lado, ele defende que o investidor tem de se arriscar.

Max: Para ser mais fiel ao que ele prega, qualquer investidor pessoa física pode, sim, se jogar no investimento em ações, desde que tenha algum tempo para se dedicar à análise e consiga manter o seu foco no longo prazo. Tanto que Lynch pontua: “As chances de

sucesso ao se investir em um ativo qualquer sem realizar o dever de casa – analisá-lo a fundo – são as mesmas de ser vitorioso no pôquer sem olhar as cartas”. A pessoa física precisa gastar tempo e dedicação para encontrar as oportunidades. Ou seja, se a pessoa não fizer isso, deve contratar alguém para cuidar dos seus recursos.

João: Tem dois tópicos que o Lynch aborda que são interessantes. Logo que ele saiu do fundo, ele virou um advisor – um consultor de investimentos. Era um cara bilionário que preferiu tocar outras linhas de negócio após sair da gestão do Fidelity. Mas, no fim da década de 1990, ele se dizia um tecnofóbico, um cara que tinha medo da tecnologia. Ele ressaltava que na época nem sabia entrar na internet. E ia adiante: “Como eu não sei usar os serviços da Amazon, então eu acho que a Amazon não vale nada. Eu não vou comprar as ações da Amazon”. Pouco antes do estouro da bolha da internet em 2001, ele disse o seguinte: “Acho que, em relação à internet, vão ter pouquíssimas companhias do segmento que vão obter lucros superiores a US\$ 1 bilhão anuais”. Nada como um dia após o outro... Ele errou feio em relação à visão de futuro das empresas de tecnologia, apesar de ter acertado o movimento de curto prazo ao sugerir que os investidores deveriam ficar de fora das ações. Atualmente essas empresas lucram muito, mas muito, mais do que esse US\$ 1 bilhão. Como ele tinha essa visão um pouco mais antiquada em relação a testar as coisas, os produtos e serviços, isso acabou o deixando de fora do “boom” da tecnologia. Ele se espelhava bastante no Warren Buffett, que também não investia em tecnologia por não entender os negócios. É engraçado a gente observar esse lado dos grandes investidores... Esses caras são as grandes cabeças do value investing e do growth investing, mas eles também tinham lá os seus defeitos.

Max: Claro, até porque ninguém é perfeito. Mas vamos passar por algumas ideias dele. O Lynch gostava muito de small caps. Então ele sempre buscava o que chamava de “tenbaggers”. Ou seja, as empresas que têm o potencial de se multiplicar por dez vezes.

João: Mas não eram só as small caps. Ele tinha o objetivo de procurar as empresas que tinham essa capacidade de se multiplicar, não importando muito se eram pequenas ou não.

Max: É que uma small cap acaba possuindo uma chance maior de crescer tanto, não é?

João: Claro. Mas ele também mantinha investimentos em grandes empresas que chegaram a se decuplicar no período em que ele estava no fundo.

Max: Exato! Ele buscava as empresas que tinham forte crescimento, não necessariamente small caps.

João: Um bom exemplo da carteira dele foi o Walmart.

Max: Tinha uma perspectiva de futuro melhor do que outras companhias que eram consideradas mais maduras dentro da categoria de blue chips. Inclusive, ele segmenta as empresas, né?

João: Muito legal isso. Esse papo de segmentação das empresas acaba trazendo uma ideia da divisão das “caixinhas” na montagem do seu portfólio.

Max: Construção de portfólio. Vale a pena falarmos sobre o tema, não é, João? Ele dividia as empresas da Bolsa em seis perfis. O primeiro deles era o “slow growers” ou crescimento lento. Eram as empresas com lucros que cresciam em linha com a evolução da economia. Entre elas, estariam as empresas de “utilities” (serviços de utilidade pública como energia, saneamento, etc.)...

João: ... os bancos. De forma geral, seriam as empresas com crescimento muito atrelado ao PIB, com maior previsibilidade de lucros.

Max: Isso. Ativos em que ele não via muita atratividade.

João: Mas eram a base do seu portfólio. Normalmente, a base do portfólio nunca tem as empresas que fazem diferença. Aqui vale lembrar que, quando ele fala em crescimento, seu olhar estava direcionado para a linha de lucro, e não para as linhas de receitas.

Max: O segundo perfil ele denominava “star worth”. Nesse grupo, estão as empresas com lucros sólidos, entre elas a Coca-Cola e a Procter & Gamble. Aqui no Brasil, poderíamos citar como exemplo a Itaúsa. O terceiro perfil era chamado de “fast growers”, que são aquelas companhias com forte crescimento, às quais ele dedicava mais atenção. Nesse grupo, havia algumas small caps.

João: E o foco do Lynch nesses casos estava totalmente direcionado para o crescimento dos lucros, e não das receitas ou das vendas.

Max: Além disso, há as empresas com perfil cíclico. São aquelas companhias cujas ações sobem e caem de acordo com o ciclo econômico. Esse tipo de empresa demanda altos investimentos para ter aumento de lucros. Entre elas, estão empresas de commodities. O quinto perfil de companhia era chamado por ele de “turnaround”. São aquelas empresas que estariam passando por reestruturações e reportando lucros temporariamente deprimidos. O último perfil era o de “asset plays”, empresas negociadas por menos do que o seu valor patrimonial. A partir dessas classificações, ele sugere um portfólio formado por 40% de fast growers, ou seja, as empresas de alto crescimento. Entre elas, estão as small caps e outras firmas com crescimento de lucro rápido. Outros 20% iriam para as cíclicas, até 20% para as robustas e até 20% para ações com o perfil de turnaround. Para o Lynch, esse conjunto formaria uma carteira bem estruturada.

João: E daria uma bela carteira para vencer no longo prazo!

Max: João, um pouco antes você comentou pontos interessantes sobre o que ele gostava de olhar nas empresas. Em primeiro lugar, quando identificava um produto ou um serviço que o agradava, o Lynch buscava entender a sua representatividade nas receitas da empresa. Se fosse relevante, a empresa ganhava pontos importantes. Em segundo lugar, o Lynch observava o Price/Earnings to Growth ratio (PEG ratio), que é o índice preço/lucro dividido pela taxa de crescimento do lucro da empresa. É um indicador bastante utilizado por gestores de fundos.

João: É usado, principalmente, por quem segue a linha do growth investing.

Max: Índices de PEG ratio menores que 1 significam que as empresas estariam baratas de acordo com as taxas de crescimento que elas podem conseguir. Já as empresas que têm PEG ratio acima de 2 estariam bem precificadas.

João: E o foco é sempre no lucro! Um ponto relevante dessa abordagem do Lynch em relação aos lucros é que hoje a maioria das empresas cresce de forma linear. Normalmente, os lucros acabam crescendo na mesma “tocada” que as receitas. O que o Lynch defende é que o investidor deveria buscar as empresas que conseguissem aumentar seus lucros independentemente do crescimento das receitas. Ele dizia que o investidor não precisa se preocupar muito com o crescimento de receita. Por quê? Porque, se a empresa consegue crescer no lucro, isso pode significar que seu produto ou serviço – e, por isso, ele olhava muito os produtos e serviços – está ganhando poder...

Max: Um poder de barganha...

João: ... de mercado muito grande. As pessoas estão topando pagar mais caro e isso vai acabar gerando maiores lucros mesmo que a empresa não veja incremento dos seus volumes de venda. Nesse contexto, a companhia não precisa aumentar o investimento para aumentar a sua produção. Isso é bem a cara da Apple nos dias atuais. No ano passado (2017), a companhia subiu o preço dos iPhones. O preço do aparelho bateu em US\$ 1.000. O número de iPhones vendidos não cresce substancialmente, porque a base de pessoas que já os possui é muito grande. Mas a Apple conseguiu fazer com que os seus lucros crescessem com o lançamento de um novo produto mais caro dentro da sua principal franquia.

Max: Outro indicador financeiro que o Lynch olhava bastante é dívida/patrimônio. Ele calculava a média do indicador em companhias de um mesmo setor. Aquelas que apresentavam indicadores abaixo da média eram mais benquistas. E também olhava a geração de caixa.

João: Ele buscava a forte geração de caixa. Na verdade, ele gostava de avaliar as relações entre o caixa operacional e os recursos que eram direcionados para os investimentos. Procurava avaliar se os negócios eram capazes de crescer com seus próprios recursos.

Max: Isso mesmo. Esses são os quatro pontos relacionados à companhia e às suas ações que ele gostava de analisar. A porcentagem do produto nas vendas, preço/lucro vezes crescimento, que é o PEG ratio, dívida sobre patrimônio e forte geração de caixa.

João: Todos esses indicadores não são fáceis de serem analisados...

Max: Não são. É o que eu digo. Ele dava as dicas, mas a pessoa física tinha de ter tempo e dedicação para poder ir a fundo nas recomendações. João, agora eu queria passar por mais umas regras que ele pregava, que são importantes. Vamos passar por elas?

João: Opa, vamos em frente!

Max: A primeira delas é a seguinte: conheça o que está comprando. Sempre faça a sua pesquisa e só compre algo que você conheça bem. Antes de sair comprando qualquer ação, ele dizia que o investidor precisava saber explicar o que estava comprando. Precisava conseguir explicar a tese de investimento em cinco minutos para uma pessoa. Se não conseguisse...

João: ... dançou!

Max: É quase isso. Simplesmente não deveria investir naquela ação. Se o investidor consegue explicar uma tese de investimentos em cinco minutos é porque realmente conhece o negócio e consegue justificar a alocação de recursos naquele papel. Essa talvez seja a regra mais importante. Outro ponto que ele enxergava era a vantagem do investidor individual frente aos profissionais.

João: Esse era o mesmo raciocínio do Joel Greenblatt.

Max: Verdade. Os investidores individuais seriam mais livres para agir. Não sofreriam pressões externas e, portanto, seriam mais independentes. Assim, eles poderiam buscar boas oportunidades, como

as small caps, algo de que grandes investidores ficam de fora devido à quantidade de recursos que teriam para alocar. Eu faço uma analogia dessa reflexão do Lynch e do Greenblatt com as figuras do barco e do transatlântico. Um barco consegue se adaptar mais facilmente. É muito mais fácil mover um barco pequeno do que um transatlântico. Mover um transatlântico é mais complexo, leva mais tempo. Outra regra que o Lynch comenta diz respeito ao apetite ao risco: o investidor deveria investir somente os recursos em excesso, que pudesse perder, de forma que não afetasse seu cotidiano e o futuro próximo. Isso é muito importante, pois mostra a importância de o investidor entender o seu perfil. Em outras palavras, não invista em ações o dinheiro que possa ser necessário no curto prazo. Tenha um horizonte mais longo para o investimento em ações, de três a cinco anos.

João: Esses três pontos são muito relevantes. O investidor individual precisa ficar atento a eles!

Max: Outra regra do Lynch: toda matemática que o investidor precisa saber para atuar no mercado de ações é aprendida no ensino básico: adição, subtração, multiplicação, divisão. Então é só ter uma calculadora e aplicar as quatro operações básicas.

João: Essa é a parte mais simples.

Max: Tem mais um ponto que o Lynch comenta e que é bastante importante: sempre há uma companhia por trás de uma ação. Sempre. Se a empresa for bem, a ação deve ir bem. Talvez, em um primeiro momento, não. Mas, no longo prazo, a tendência é que a ação vá bem. É uma relação que se confirma em 100% dos casos. Então é preciso ser paciente. Ser sócio de uma empresa que roda direitinho, cedo ou tarde, se paga. O preço da ação vai refletir a resiliência dos negócios.

João: A irracionalidade dos mercados é algo que não dura para sempre. Acho que essa é a frase certa. Paciência é importante para auferir bons retornos quando você está do lado dos bons negócios. Esse me parece o grande mote de quase todos os investidores de sucesso.

Max: É a mais pura verdade. Ele também fala que, quanto mais simples os negócios das empresas, mais ele gosta delas. Ele recomenda, portanto, investir em empresas simples.

João: Em seu livro, *One Up on Wall Street*, que é um verdadeiro best-seller, ele comenta de um negócio de uma empresa que mexe com tecnologia e estaria desenvolvendo algo na questão da memória. E ele diz o seguinte: “Se você não entende de gigabytes, terabytes, não invista, porque você não vai conseguir entender como vai ser a evolução desses produtos ao longo da história”.

Max: Ou seja, é muito melhor investir em uma fabricante de produtos que são vendidos no supermercado, porque você consegue ver, acompanhar o marketing e experimentá-los. Outra questão que ele levanta é a seguinte: ninguém pode prever a taxa de juros, os rumos da economia e do mercado de ações. Então concentre-se no que de fato está acontecendo nas empresas em que você investe. Quem também defende essa linha de raciocínio é o Howard Marks.

João: E você tocou em um ponto no qual ele utiliza uma frase de um investidor de sucesso para defender que o investidor comum deveria deixar de lado a questão da economia. A frase é a seguinte: “O argumento do pessimista sempre soa mais inteligente”. O que ele quis dizer com isso é que, em todos os momentos da história o pessimista sempre argumenta dizendo que as ações estão “caras”. Mas, na verdade, o que acontece ao longo do tempo é que os ativos sempre acabam superando essa questão e buscam novas máximas. Por isso, a paciência é a chave. Mais cedo ou mais tarde, as companhias se adaptam ao cenário, e a visão dos pessimistas acaba caindo por terra.

Max: Outro ponto de atenção: o investidor precisa se lembrar de que empresas que não têm dívidas não quebram. É a questão da alavancagem. Empresas que não têm dívidas não podem falir. Ele olhava esse ponto com bastante atenção.

João: Quanto maior a dívida, mais rápido o relógio corre para a empresa. O que eu quero dizer com isso é que a preocupação dos administradores aumenta exponencialmente em relação ao seu endividamento. Porque a companhia vai precisar pagar o montante da dívida em algum momento. Por isso, para essas empresas, o tempo urge. Enquanto estiver endividada, a administração da companhia não tem margem para erros.

Max: Por outro lado, o tempo é seu aliado quando você é dono de ações de qualidade. Precisa só de disciplina e paciência para esperar as ações darem bons retornos. E, nessa linha, Lynch reforça que o investidor só precisa de algumas ações vencedoras para fazer sua carteira apresentar bons retornos. Até porque ninguém acerta tudo o tempo todo. O que você precisa fazer é esperar.

João: Fantástico! E aí entram em pauta as ações denominadas “baggers” e as “tenbaggers”. Lynch recomenda que o investidor procure e mantenha na sua carteira pelo menos uma companhia que possua o potencial de valer dez vezes mais nos anos seguintes. Essa ação seria uma tenbagger, capaz de compensar todos os outros investimentos medianos da carteira e levar os seus retornos para cima da média do mercado. Particularmente, gosto bastante dessa ideia de encontrar um negócio com diferencial, que está muito mal precificado ou que tenha um potencial de disrupção muito grande. Nos últimos anos, os mercados, principalmente o global, têm gerado muitas oportunidades.

Max: Ele até comenta que nunca viu alguém que tenha acertado nove em dez papéis na carteira. Quem acerta cinco ou seis ações em dez numa carteira já vai ter sucesso na sua carteira de ações.

João: É isso mesmo!

Max: Um ponto muito interessante e que diferencia o Peter Lynch do Philip Fisher e do Warren Buffett é a questão da venda. Apesar de ele ser um “buy and hold”, ele pontuava: “Venda o seu papel antes de os fundamentos da companhia se deteriorarem”. Ele também dizia que, quando a ação atingir os objetivos que você traçou ou a empresa deixar

de se dirigir ao final feliz que você imaginava, é hora de tirar o dinheiro da empresa. Isso é uma coisa que o Buffett não comenta.

João: Ele não comenta, mas faz. Um dos últimos casos foram as ações da IBM, que Buffett acabou vendendo após a empresa passar por maus bocados nas suas linhas de negócios tradicionais.

Max: Exatamente. Já o Philip Fisher era mais “buy and forget”. Então existe, sim, a hora certa de vender. E comentamos bastante sobre isso. A hora é quando os negócios mudam, quando existe algum comportamento antiético, quando o papel ficou sobrevalorizado e há uma outra ação...

João: ... com pinta de ser uma oportunidade melhor.

Max: Exato! Como você sempre fala, João, o dinheiro do investidor é finito, é restrito. Achei interessante ele abordar esse assunto. Lynch é um dos poucos megainvestidores que orienta que o investidor venda o papel quando entender que o seu objetivo não está mais alinhado ao da companhia.

João: Isso é fato.

Max: Ele pontua: é sábio vender as ações de uma empresa quando a história jogou fora o desempenho que era esperado e quando a companhia não está indo na direção esperada. Em outras palavras, quando o fundamento da empresa se deteriora ou quando os objetivos já não são mais aqueles vistos inicialmente.

João: É isso. Mas tem um único aspecto disso tudo que me incomoda. Quando ele está falando de vender algum ativo, se refere às ações que realmente se multiplicaram de valor. Hoje em dia, com esse boom de tecnologia e o acesso rápido a informações, algumas ações se deterioram muito antes de as informações chegarem a público. Muitas vezes, elas despencam sem que haja a existência de fatos materiais que comprovem que está acontecendo uma deterioração da companhia. Hoje em dia, as expectativas estão muito mais embutidas no preço. Todos investidores procuram se antecipar aos movimentos. Então, por

vezes, o investidor pode não conseguir vender suas ações antes da manada. Lá atrás, as condições eram um pouco diferentes.

Max: Ainda mais em mercados que não são tão eficientes, como o brasileiro, que tem problemas de liquidez!

João: Acho que passamos por todos os pontos importantes sobre o Peter Lynch. Tenho só uma frase para finalizar. Ele dizia que qualquer pessoa normal pode escolher ações tão bem quanto o pessoal de Wall Street, exceto quando dá ouvido aos últimos. Nas suas palavras: o “dumb money” (pessoas normais) é igual ao “smart money” (profissionais), exceto quando o “dumb money” escuta o “smart money”. Quando isso acontece, ele deixa de ser “smart” – ou esperto – e acaba entrando no hall dos desastres.

Max: Ele acaba contaminado.

João: Exato!

Max: João, para resumir aqui: Peter Lynch é um investidor que falou para a pessoa física. Teve a preocupação de dar dicas de grande valia para o investidor, sob a diretriz da necessidade de se aprofundar, de estudar. Claro que isso nem sempre é fácil, como a gente pontuou. E vejo só aquela questão da diversificação, que é uma contradição dentro de tudo o que ele defende, na história dele. Ele afirma que a diversificação reduz a habilidade do investidor. Para poder se aprofundar no estudo das ações, é legal controlar apenas cinco, oito, dez, quinze papéis, no máximo. Mas ele, como gestor, investiu em mais de 700 ações. Como ele conseguia controlar essas 700, tendo em vista o que ele defendia? Acho que esse seria o único ponto de atenção para o investidor que vai estudar e se apropriar das recomendações do Peter Lynch.

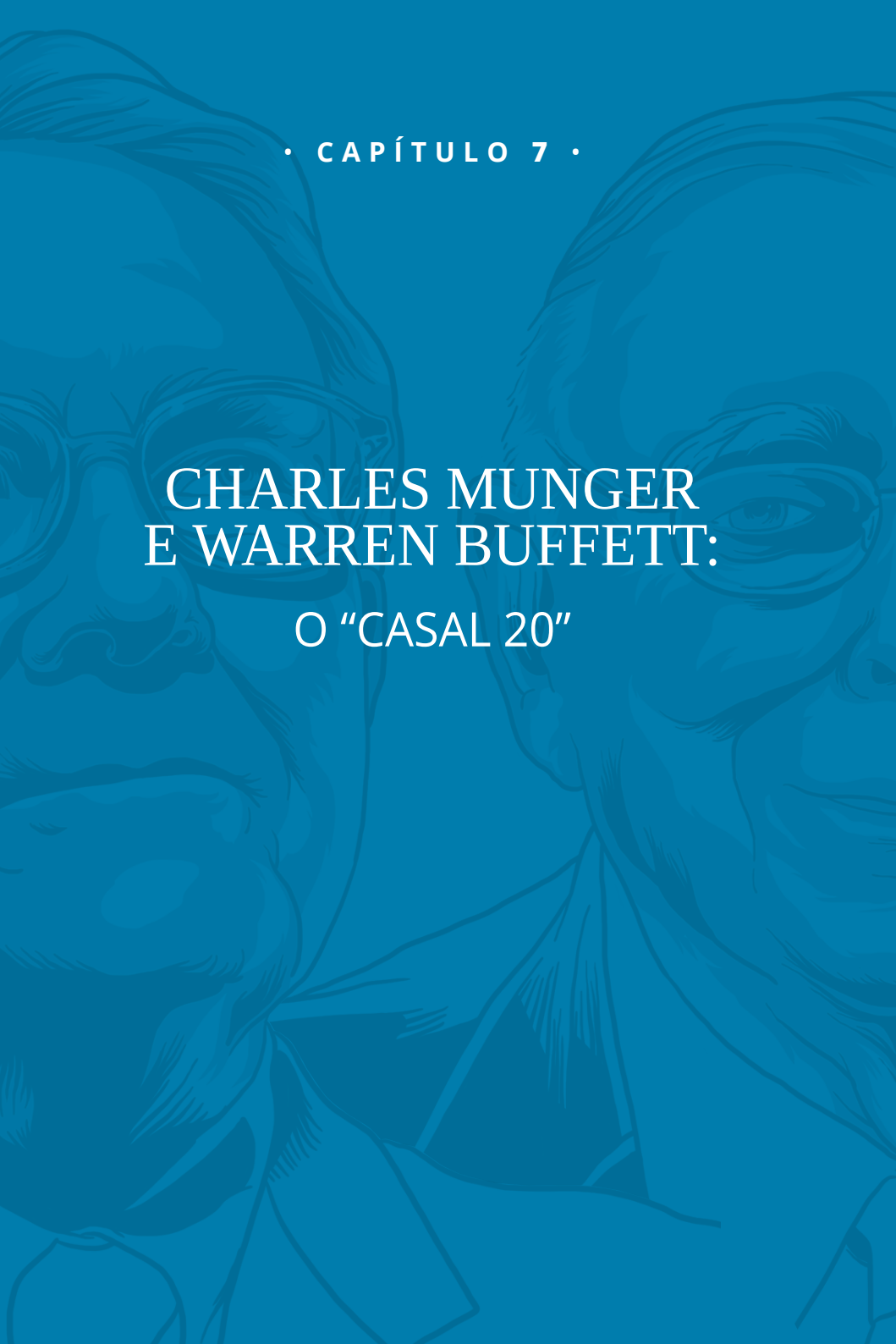
João: Perfeito!

▲ GLOSSÁRIO

PIB: produto interno bruto. É uma medida que procura avaliar a riqueza total produzida por um país.

bear market: expressão utilizada para mercados pessimistas.

turnaround: reestruturação.

A stylized, blue-toned illustration of Charles Munger and Warren Buffett. Charles Munger is on the left, wearing glasses and a suit. Warren Buffett is on the right, also wearing glasses and a suit. The background is a solid blue color.

• CAPÍTULO 7 •

CHARLES MUNGER E WARREN BUFFETT:

O “CASAL 20”

*“Sejam meias, sejam ações,
eu gosto de comprar mercadoria
de qualidade quando o mercado
está em baixa.” – Buffett*



*“Você precisa de paciência, disciplina
e capacidade para receber as perdas
e enfrentar as adversidades sem
enlouquecer.” – Munger*

Um dos nossos próximos gurus é também o terceiro homem mais rico do mundo, com uma fortuna avaliada em mais de US\$ 67 bilhões.

Figura carimbada nos eventos de fim de ano das mais prestigiadas universidades dos Estados Unidos, Warren Buffett produz ideias capazes de mudar o rumo dos mercados.

Contudo, falar de Buffett e excluir o seu fiel escudeiro seria um grande equívoco. Seria como visitar Paris e não se admirar com a Torre Eiffel – impossível para qualquer mente sã.

Diante disso, resolvemos reunir os dois gênios do investimento neste capítulo. De um lado, Buffett – ou “o mago de Omaha”, como

é carinhosamente conhecido –, e, de outro, Charles Munger, seu braço direito na Berkshire Hathaway.

A história dessa dupla dinâmica começou há mais de seis décadas e perdura até hoje. Com características diferentes, um complementa o outro. Buffett é mais técnico e metódico, já Munger é visionário e mais irreverente.

“A direção do seu sucesso é definida de acordo com as pessoas com as quais você se associa”, disse Buffett em evento na Universidade Columbia.

Nas últimas décadas, a afinidade e a filosofia de investimentos dos dois parceiros foram sendo lapidadas, resultando em retornos excepcionais para seus acionistas.

Desde que Buffett assumiu o controle da Berkshire Hathaway, em 1964, a empresa superou o principal índice norte-americano (S&P 500) em 43 dos 46 anos.

Mas isso não significa que os dois velhinhos se acomodaram. Muito pelo contrário, a filosofia do value investing e a obstinação por altos retornos são levados a sério até hoje no conglomerado. Isso ficou bem claro na carta anual de 2010, quando definiram seus prazos de investimentos:

“Na Berkshire, o nosso prazo de investimentos é para sempre.”

Ficou interessado em entender melhor suas principais características, filosofias e abordagens de investimento? Venha conosco nesta jornada.

Max: Olá, João, como vai? Neste capítulo, vamos falar sobre Charles Munger e Warren Buffett. Eles são muito parecidos em seus discursos, na filosofia e abordagem de investimentos. Tem muita coisa para ser dita sobre eles. Dividimos os temas em tópicos. Vamos falar sobre a história de cada um e sobre como eles se conheceram. Sobre o que fez um ajudar o outro em determinado momento da vida e o que faz eles serem bem-sucedidos até hoje.

João: Tudo bem, Max! Bom, em primeiro lugar, é importante dizer que ambos trabalham juntos na Berkshire Hathaway, empresa que Buffett adquiriu na década de 1970 e que hoje é a maior holding financeira do mundo, com um valor de mercado superior a US\$ 300 bilhões. E o que eles fazem muito bem é a gestão de recursos.

Max: O que me chamou atenção foi o Charles Munger ser bem mais velho que o Buffett. Eu nunca atentei para isso.

João: Verdade. Eles são dois verdadeiros mestres dos magos! Buffett tem 88 anos e Munger, 94.

Max: Dois senhores com características invejáveis, nascidos e criados no interior dos Estados Unidos. Ou seja, mais dois grandes investidores que não estão em Wall Street.

João: Sim, é isso mesmo. Ainda que o Buffett, sobretudo, tenha tido uma passagem por Nova York. Ele se formou na Universidade Columbia e, de certa forma, frequentou Wall Street. Ele aprendeu bastante ali antes de fugir e abrir a própria firma de investimentos. Além de ter sido aluno de Benjamin Graham, responsável pelas principais lições de investimento, Buffett foi trainee da Graham-Newman, a gestora de recursos do Graham, nas décadas de 1950 e 1960. Buffett aprendeu bastante nesse período, principalmente com a leitura do livro *Securities Analysis*, que fez com apenas 19 anos. É um livro bastante complicado para um garoto de 19 anos. É necessária uma boa dose de vontade.

Max: Quando mencionei que eles saem do eixo de Wall Street, me referia ao fato de Buffett e Munger continuarem no interior dos Estados Unidos mesmo depois de terem se tornado muito bem-sucedidos,

com um jeito muito peculiar de investir – sem a pressão, o network, os rumores e as fofocas de Wall Street. São mais dois investidores que provam que, com uma estratégia bem definida, muito estudo e conhecimento, é possível obter retornos diferenciados. Os burburinhos e fofocas podem até não ser ruins. Mas eles podem, eventualmente, confundir o investidor. Aqueles que mantiverem o foco no longo prazo, na microeconomia, na empresa e na compreensão dos negócios acabam se tornando bem-sucedidos, tal qual Buffett e Munger. Optar por permanecer em Omaha [sede da Berkshire Hathaway], “escondidos”, se provou muito importante para o sucesso da empresa. Lá eles conseguem estudar e fazer uma boa seleção de ativos.

João: A história do Munger também é muito legal. Ele participou da Segunda Guerra Mundial, exercendo uma função mais administrativa. Depois, se formou advogado em Harvard e passou a trabalhar parte do seu tempo com investimentos. Ele olhava os investimentos como um hobby. Munger conheceu Buffett em uma operação financeira em que eles se cruzaram. O Buffett já tinha a Berkshire...

Max: Ele trabalhou também com a família do Buffett...

João: Isso, quando era mais jovem. Munger trabalhou na padaria da família de Buffett. E eles se cruzaram quando fizeram investimentos, no começo da década de 1970, na Blue Chip Stamps. Ali, eles começaram a “trocar figurinhas” e formaram os alicerces para tocar a Berkshire e a Wesco. Na verdade, eles já se conheciam de um evento comemorativo feito em Omaha, em 1959. Mas a parceria veio só mais tarde, quando os dois se encontraram no mundo dos negócios e quando Buffett o aconselhou a abandonar o Direito.

Max: Uma das coisas que Buffett mais gostava de fazer era bater papo com Munger. Gostava das suas ideias e da sua abordagem sobre investimentos, que era um pouco diferente. Nessas conversas, Munger começou a abrir os olhos de Buffett para outros tipos de oportunidades. Por isso que Munger é visto por muitos como o sábio, o visionário, o pensador que acabou mudando um pouco a forma de pensar do Buffett. Como você mencionou, João, Buffett era um discípulo do Graham.

Seguia à risca suas ideias quando procurava ações para comprar. Era menos seletivo em relação ao negócio e buscava qualquer tipo de ação que estivesse sendo negociada por preços inferiores aos seus valores intrínsecos. Ele partiu dessa visão central do Graham e, de repente, teve seus olhos abertos por Munger. Para ele, se Buffett continuasse fiel a sua visão inicial, começaria a se deparar com muitos “value traps”, ou seja, ações que estariam sendo negociadas por preços abaixo do valor intrínseco, mas que poderiam ficar nessa situação eternamente. Munger vem com uma abordagem mais voltada para o investimento em empresas que possuíssem negócios de maior qualidade e com vantagens competitivas mais claras. Esses eram elementos que até então...

João: ... o Buffett deixava um pouco de lado.

Max: Ele não prezava. A partir daquele momento, o Buffett começou a pensar mais sobre esse tipo de abordagem e percebeu que muitos negócios que possuem vantagens competitivas podem ser muito interessantes para se investir. Foi assim que surgiu, por exemplo, a ideia de colocar a Coca-Cola na carteira da Berkshire. Então, foi a partir da diferente forma de olhar investimentos presente na filosofia de Munger que Buffett começou a ampliar o seu escopo de investimento. De certa forma, eles foram complementares. E essa foi a beleza da Berkshire nas últimas décadas.

João: Max, eu li uma boa parte das cartas da Berkshire e consultei alguns depoimentos sobre os eventos anuais que eles conduzem em Omaha. Buffett demorou bastante tempo para assumir essa nova postura. Essa “nova” filosofia de investimento só veio à tona em 1990, bem depois de já terem feito diversos investimentos com essa abordagem. Munger preferia comprar negócios excelentes, porque eles seriam, nas suas palavras, “à prova de idiotas”. Essa era a cabeça dele! Justamente desse aspecto surge uma das principais máximas de ambos: “É melhor comprar uma companhia excelente por um preço razoável do que uma companhia razoável por um preço excelente”.

Max: Essa era a grande diferença entre os dois. O estalo na cabeça do Buffett veio justamente dessa frase.

João: Foi nesse momento que eles compraram as ações da Coca-Cola – e fizeram um paralelo com a primeira aquisição de peso deles, a See's Candies [fabricante e distribuidora de doces e chocolates]. E ele faz justamente esse paralelo. Ele pontua que, lá atrás, eles haviam comprado um negócio muito bom por um preço muito baixo. Mas com uma marca muito boa e com um produto muito bom. Ou seja, uma empresa com fortes vantagens competitivas. Eles então comparavam essa primeira aquisição com a compra da Coca-Cola. A diferença é que talvez a Coca-Cola não estivesse tão desvalorizada assim na época.

Max: Sim. Um dos pontos comuns entre Munger e Buffett, ainda que seja algo mais forte no Munger, é a questão do cálculo do risco. O investidor deveria sempre atentar para os riscos do negócio. Tem uma frase muito interessante do Munger que diz o seguinte: “O sucesso na vida e nos negócios está relacionado a saber o que você quer evitar, seja a morte prematura, um mau casamento, etc.”. É muito importante conseguir identificar os riscos e saber o que evitar. Consequentemente, você migrará para coisas boas. Quando você identifica riscos e encontra o que não é bom, você fica com o que é bom. Esse seria o primeiro filtro para selecionar ações. Calcular bem o risco é muito importante na hora de procurar um ativo para colocar na carteira.

João: Nesse ponto, podemos entrar inclusive na questão da diversificação. Apesar do Munger ter essa visão de preocupação com risco, ele não gostava de diversificar o portfólio.

Max: Verdade. Ele acreditava que um portfólio com quatro ou cinco ações já era diversificado o suficiente. Esse é um ponto de que eu discordo. Por muitas vezes, o Munger e o Buffett falaram que diversificar é bobagem. Ao mesmo tempo, ao se observar o portfólio da Berkshire, fica claro que ele é bem diversificado.

João: Superdiversificado!

Max: Tem empresas de setores distintos e com perfis variados. Algumas têm perfil de crescimento e outras, de valor.

João: Empresas globais e locais.

Max: No meu ponto de vista, essa visão precisa ser ponderada. Nada deve ser ao extremo. Não só quatro ou cinco ações, nem um portfólio com 30 ou 40 ações. Mas algo com dez ou 15 ações pode ser interessante. Um portfólio com essa formação tem uma diversificação apropriada. Então acho que hoje eles já têm claro que uma diversificação apropriada é importante para o investidor.

João: Acho que esse aspecto também está muito relacionado com o veículo de investimento deles, a Berkshire. Essa empresa, em sua fundação, pertencia ao setor têxtil e foi adquirida por Buffett lá na década de 1970. Aos poucos, ela foi sendo transformada em uma companhia de participações e, depois, acabou virando uma holding gigantesca. A Berkshire adquiriu diversas empresas do setor de seguros e resseguros. E isso ajudou a mudar a ótica de seus investimentos. Com essas aquisições, copiar a estratégia da Berkshire ficou praticamente impossível. Isso porque eles têm a vantagem de ter um “float”, que são os recursos provenientes dos prêmios dos seguros. Como não existem juros a pagar, eles podem alocar os recursos da forma que quiserem. Imagine ter um fluxo de dinheiro (a custo zero) que pudesse ser investido na Bolsa? É praticamente um “almoço grátis”! O investidor comum não vai conseguir tomar um empréstimo a custo zero para realizar investimentos de longuíssimo prazo. Além disso, eles são capazes de suportar perdas gigantescas. O exemplo mais recente, Max, foi o investimento em uma empresa chinesa, que chegou a cair mais de 80% dentro do portfólio da Berkshire e eles aproveitaram o momento para comprar mais. Com uma seguradora nas mãos, o fluxo de dinheiro é praticamente infinito!

Max: Outro aspecto importante dos dois é a humildade. Ambos falam muito sobre o tema e a necessidade de se admitir deficiências. Investir no que você conhece reduz um pouco as chances de errar. Tem um grande exemplo dos anos 1990. Munger percebeu que os negócios de internet começavam a surgir, mas estavam fora do seu círculo de competência e, então, a Berkshire ficou alheia a esse tipo de investimento. Durante vários anos, diversos analistas falaram que Buffett e Munger

estavam ultrapassados até que, em 2001, a bolha da tecnologia estourou. Ou seja, para mitigar erros, você deve investir no que você conhece de fato. E, para cumprir o que dizem, eles leem bastante. Mantêm-se em um estado de constante aprendizado. “Nunca pare de aprender”, diz Munger. Leia, leia e leia. Mesmo aos 94 anos, ele continua falando em aprender!

João: Pois é, Max. Nunca é tarde para evoluir e melhorar. Ele até brinca e diz que a habilidade do Buffett para investir melhorou muito depois que ele fez 65 anos (risos).

Max: Munger também defende: comece cedo. Se algo demora muito para ser alcançado, o quanto antes você começar, melhor. E mantenha a aprendizagem de forma constante, lendo livros, lendo jornais, etc. Ele até afirma que lê de quatro a cinco jornais por dia, pela manhã. Somente depois dessa leitura matinal é que o dia começa para ele. E, realmente, cultura e conhecimento nunca são suficientes

João: Uma curiosidade de uma das apresentações anuais da Berkshire foi quando Buffett foi questionado sobre a chegada do CD, no fim da década de 1990. Ele disse que a chegada dos CDs ao mercado não seria capaz de afetar a indústria fonográfica. Ele simplesmente não enxergava evolução ou mudanças. De certa forma, ele estava correto. Mas ele aproveitou e emendou um outro prognóstico. Afirmou que as enciclopédias não deveriam mudar muito nos próximos 20 anos. Esse, porém, se provou um erro crasso alguns anos depois, com o advento do próprio CD-ROM e da internet. Eram novidades que estavam totalmente fora do seu círculo de competências. Fica claro, hoje, que Buffett deixava de lado a questão dos avanços tecnológicos. Acho que demorou muito para eles começarem a investir em empresas do setor. Somente no início desta década é que eles começaram a investir em carros elétricos, em baterias, na IBM e na Apple.

Max: Dentro do que a gente falou sobre honestidade, em admitir erros, tem uma frase clássica do Buffett que eu quero comentar. Ele diz: “Honestidade é um presente muito caro. Não espere recebê-la de pessoas mesquinhas”. Isso mostra a importância de ter integridade,

ética e honestidade nas relações profissionais. Nesse sentido, ambos falam da importância de, ao analisar uma empresa, prestar atenção à administração. Estamos falando de competência, de integridade, de ética e de valores. Munger acredita que uma gestão competente e gestores éticos podem proporcionar à companhia uma vantagem competitiva durável. Ou seja, o investidor não deve somente olhar se o produto tem um bom poder de barganha ou se possui diferenciais em relação aos concorrentes. É preciso também atentar às pessoas que estão tocando a empresa. Honestidade e integridade são muito importantes. Daí que surgiu, por exemplo, a ideia de investir na Coca-Cola. A empresa passou a ser um investimento da Berkshire porque eles viram que se tratava de um monopólio do consumidor. Os produtos da Coca ocupavam uma boa parte da mente dos consumidores e a companhia tinha um excelente time de gestão, que conseguia remunerar bem os acionistas e manter princípios e valores. Esse ponto é muito relevante na hora de investir.

João: Sobre a tese desse investimento, é lógico que na época ele ficou na dúvida se comprava Pepsi ou Coca-Cola. Mas, no final, ele acabou levando a Coca para casa!

Max: Aí tem uma frase boa do Munger que expressa exatamente isso. Ele diz: “Bons jogadores vão se sair bem em bons cavalos, e não em pangarés”. É importante você ter uma empresa de qualidade com gestores competentes. Mas bons CEOs não vão fazer milagre em empresas que não tenham vantagens competitivas ou pelo menos um produto de qualidade. Essa dobradinha empresa de qualidade com “management” competente pode ser a chave do sucesso num processo de seleção de ações.

João: O que nos remete justamente à questão do moat. O moat é a barreira de entrada para a empresa. A alusão que eles fazem é a seguinte: castelos com “moats” e “landlords” honestos fazem com que um bom negócio se torne imbatível.

Max: Uma boa gestão em empresas com vantagem competitiva. Esse é o perfil de companhia em que Munger e Buffett procuram investir. Outro aspecto muito importante é o foco no longo prazo. Ambos sempre

mantiveram investimentos por muito tempo. Munger costumava dizer que, no curto prazo, a direção dos preços das ações está sujeita a todo tipo de mudança, devido a eventos que não têm nada a ver com o valor de longo prazo do negócio. Por isso, é importante manter investimentos por prazos mais longos e ter recursos em caixa para poder aproveitar as oportunidades.

João: O caixa, aliás, é a grande vantagem deles frente ao investidor comum. Vou voltar à questão do float. Lendo os relatórios anuais da Berkshire, você percebe que um dos grandes focos deles é continuar comprando empresas de seguro e de resseguro. Por quê? Porque, com a aquisição dessas empresas, o float sempre aumenta e, assim, a Berkshire sempre tem capital disponível para fazer novas aquisições. A evolução do float (ou caixa) na Berkshire é impressionante. Ao longo dos anos, ele cresceu a taxas muito próximas à própria evolução do valor de mercado da Berkshire, por volta de 20% ao ano desde a década de 1970. Com o volume de recursos crescendo, eles não precisam se desfazer das posições mais antigas e, assim, conseguem carregar os ativos por prazos muito mais longos.

Max: Quando falamos que o investidor deve olhar o longo prazo e manter algum caixa para aproveitar bons negócios, estamos falando também de paciência, não é, João?

João: Exatamente!

Max: Eles são investidores de sucesso porque são pacientes. Conseguem esperar o melhor momento para comprar e, também, para vender, não se preocupando muito com quanto tempo isso vai levar. Para o Munger, ter paciência significa saber esperar e aproveitar de maneira eficiente as oportunidades nos momentos em que elas surgem. Aproveitar o caixa para adquirir novas oportunidades e focar no longo prazo para encontrar o melhor momento para vender.

João: Foi o que eles fizeram com gosto em 2008. Logo após o estouro da crise do subprime, eles compraram diversos ativos, como Goldman Sachs, General Electric, Bank of America...

Max: Encheram a carteira!

João: Encheram a carteira e surfaram o começo da década atual de maneira exemplar. Eles pontuam que houve apenas um único período na história melhor do que esse. Foi lá na década de 1970, quando o índice preço/lucro das companhias negociadas na Bolsa americana era de 4 vezes. Ou seja, as empresas estavam sendo negociadas como pechinchas. Eram verdadeiras barganhas. Mas em 2008 eles estavam felizes na apresentação da Berkshire e estavam superotimistas com o futuro.

Max: Porque viram várias oportunidades de ouro, bastante raras. O tempo mostrou que eles estavam certos.

João: Olhando um pouco mais para a Berkshire em meio à crise de 2008, é óbvio que eles sofreram com a queda nos preços das ações. Mas o negócio de seguros deu muito dinheiro naquele momento. Isso porque a principal seguradora deles, a Geico, era muito bem estruturada e ganhou muita participação de mercado no biênio 2008-09. Isso, obviamente, trouxe um otimismo generalizado para eles. Imagine que eles aumentaram o float em um momento em que os mercados financeiros estavam nas mínimas históricas. Foi uma baita oportunidade.

Max: Eles souberam aproveitar “superoportunidades”. É o que Munger reitera: “Quanto maior a qualidade de uma empresa, mais ela se valoriza no longo prazo, e o seu crescimento se torna exponencial”. Quando você investe nas melhores empresas, o preço da ação é mero detalhe com o passar do tempo. Em outras palavras, as ações tendem a se valorizar no longo prazo, convergindo para o crescimento dos lucros. Ainda um pouco nessa linha, Munger tem algumas filosofias de vida e de investimento que se misturam. Uma delas é sobre preparação. Ele é muito preocupado com...

João: ... deixar tudo muito preparado!

Max: Isso! Preparado, no sentido de ter conhecimento para poder tomar uma ação, disciplina, paciência e iniciativa. Esses são quatro dos

princípios básicos de Charlie Munger, que servem tanto para a vida quanto para os investimentos.

João: O Munger é um cara até mais da psicologia.

Max: Sim. É o cara que coloca a experiência de vida na sua...

João: ... tomada de decisão. Talvez ele seja o verdadeiro mestre dos magos. E a gente deixa o Buffett sendo só o mago (risos).

Max: É o que podemos chamar de “cancha”. Cancha de vida. Hoje o Buffett também tem. Mas, digamos que nos anos 1960 e 1970, o Munger tinha um pouco mais de cancha, mais experiência de vida e de negócios. E com certeza abriu a mente do Buffett, que ainda estava muito voltado para as técnicas do Graham, para o acadêmico e, talvez, lhe faltasse uma dose de rua. Buffett se mantinha ainda muito fiel a indicadores e análise quantitativa. Aí veio o Munger e disse: “Não...”

João: “Não é (só) por aí!”

Max: O Munger dá um toque de experiência, abre a cabeça dele para aspectos importantes como qualidade e vantagens competitivas e ambos se tornam parceiros e grandes investidores.

João: Voltando para esse lado da técnica do Buffett, tem um ponto que eles repetem todos os anos nas conferências da BH a que eu queria chamar atenção. É o cuidado com a contabilidade. Buffett seguia Graham, que era um investidor que não desgrudava o olho da contabilidade. Buffett e Munger, até certo grau, usam muito esse enfoque. E essa experiência com os números os autorizam a criticar bastante a evolução da contabilidade e o modo como os analistas passaram a olhar as ações nos últimos 15 a 20 anos. Eles fazem as críticas relacionadas à remuneração dos administradores na forma de opções que ficam embutidas no balanço. Criticam os cálculos de depreciação e amortização e consideram um tremendo absurdo a utilização do Ebitda, que é o lucro antes de impostos, taxas, depreciação e amortização. Para eles, a depreciação e a amortização são questões impossíveis de se medir corretamente e não faz sentido algum ter uma ótica contábil sem ter uma ótica prática. Um dos comentários mais relevantes do Munger sobre o

assunto é o seguinte: “Toda vez que você encontrar Ebitda em algum lugar, leia somente...”, eu vou falar a frase em inglês (risos), “Leia: ‘bullshit earnings’”. Traduzindo, não acredite naquele número.

Max: Segundo ele, não serve para nada.

João: Para nada! Porque depreciação é basicamente uma medida contábil que requer alguma atenção. Ela só serve para abater impostos. Mas não é nada prática, pois não mede razoavelmente a deterioração de um bem. Quando você olha para um resumo histórico dos eventos anuais da Berkshire, essa crítica é recorrente.

Max: Eles valorizam muito mais o lucro líquido e a capacidade de gerar dividendos...

João: ... e a geração de caixa operacional, ou seja, o quanto de dinheiro realmente a empresa gerou. Os seus investimentos até refletem um pouco mais essa preferência. Buffett diz o seguinte: “Prefiro negócios que paguem na frente”. Esse é o modelo de negócio de seguradoras. O seguro você paga na frente. A seguradora fatura e não sabe se vai ter custos com o seu segurado. Esse racional até justifica sua grande preferência por empresas do setor financeiro.

Max: Essa questão da contabilidade é bem interessante. Porque, de fato, eles têm um jeito único de analisar uma empresa. São vintage e ainda devem olhar as empresas de uma maneira totalmente diferente da prática atual. Hoje, existem modelos estatísticos e inúmeras planilhas. Eles vêm de uma escola em que se olhava uma empresa no papel de pão. Eles gostam de ler sobre as empresas e de conhecer a fundo os negócios em que investem. Valorizam bem mais o conhecimento do que a vírgula e...

João: ... as projeções!

Max: Isso! O foco está na história de lucratividade. Eles não estão preocupados em projetar o lucro porque, de fato, ele é impossível de prever. Ambos reiteram inúmeras vezes a importância de se analisar o histórico da empresa. Tanto pela ótica qualitativa quanto quantitativa.

As suas inferências sobre as companhias estão associadas ao lucro, à rentabilidade e à qualidade da gestão. Estão mais preocupados com isso.

João: Existem duas lições clássicas deles. Uma é do Buffett. Ele diz que realizar projeções para precificar uma empresa se assemelha a um ritual para justificar o que o administrador quer fazer. Ou seja, o administrador da empresa começa a fazer um monte de projeções porque seu objetivo é alcançar aquela meta. Em relação aos preços das ações, a conversa seria a mesma: os analistas projetam o que querem para estimular um “preço-alvo” para a ação. Na segunda lição, Munger reforça exatamente o motivo pelo qual eles olham o histórico das empresas. Ele levanta a questão: “Será que realmente existe algum negócio com um histórico péssimo e que projete um futuro brilhante?”. Pela ótica deles, não existe. Seria uma empresa na qual, definitivamente, eles não investiriam.

Max: Pois é, João. Tem um ditado clássico: “No mundo dos negócios, o espelho retrovisor é sempre mais claro que o para-brisa”. Significa dizer o quê? Olhando para o histórico de uma empresa, é possível encontrar muito mais conclusões satisfatórias sobre ela. O quanto a empresa entregou de resultados, como se comportou diante de clientes, fornecedores, órgãos reguladores, crises e momentos bons. Um bom diagnóstico pode ser levantado quando você olha sua história. Às vezes, é muito mais importante realizar uma boa análise do passado do que projetar algo impossível de saber se vai acontecer. Munger fala muito disso.

João: É verdade...

Max: Essa questão das projeções é um tema recorrente entre os investidores que abordamos no livro. De forma geral, é um chamado para que o investidor não se prenda a aspectos macro. Direcionar o foco para os aspectos microeconômicos, na qualidade da empresa e nas vantagens competitivas, vai trazer mais sucesso. São pontos mais previsíveis, nos quais é possível ter maior convicção. Os aspectos macroeconômicos estão sempre mudando em função das políticas de juros, do cenário externo, de conflitos, etc.

João: Dentro dessa linha, Buffett faz um comentário bem singular sobre a inflação. Ele diz que a inflação é um fenômeno político, e não econômico. E por quê? O que ele quis dizer com isso? Ao se olhar a história econômica americana e a de outros países, sempre que um governo começa a ter um pouco mais de dificuldade para se manter no poder, ele entra em um processo de imprimir dinheiro, de tentar fazer a economia pegar no tranco. A consequência disso, obviamente, é a inflação. Buffett pondera: se o investidor deixar de olhar as empresas e de tentar projetar a inflação, então vai tentar capturar eventos políticos, e não os retornos dos ativos. Ele desmistifica a questão do efeito inflacionário na evolução dos preços dos ativos. Ao longo da história, o único elemento macroeconômico com que Buffett mostrou preocupação é algo com que o presidente americano, Donald Trump, está se preocupando muito hoje em dia: o déficit comercial. Ano após ano, ele demonstrou grande preocupação com a evolução do déficit comercial americano. Buffett criticava muito a política exterior americana, porque acreditava que os Estados Unidos perderiam sua hegemonia produtiva para o resto do mundo. Esse foi um dos pontos que fez com que ele começasse a pensar na diversificação...

Max: ... em investir fora dos Estados Unidos. E até em comprar ativos chineses!

João: Pois é! Dos chineses, Buffett se tornou sócio de uma companhia que produz carros elétricos. Mas ele começou bem antes a pensar no assunto, com a aquisição da Coca-Cola. Na década de 1990, uma grande parte da receita da Coca-Cola era proveniente das operações em outros países. Agora, a maior posição de sua carteira – Apple – também possui um forte volume de vendas no exterior. De certa forma, ele procura se proteger de possíveis solavancos do dólar.

Max: João, o que mais?

João: Max, acho que tem mais alguns pontos interessantes. Por exemplo, o Buffett recomenda evitar negócios alavancados a qualquer custo. Ele prefere empresas com boa estrutura de capital, porque é um aspecto essencial para a empresa sobreviver no longo prazo.

Só quebra a empresa que tem dívida. O maior exemplo disso talvez tenha sido a crise de 2008. Outro ponto que ele critica muito é a utilização desenfreada dos derivativos, que ele considera verdadeiras armas de destruição em massa.

Max: É verdade! Os derivativos já quebraram ou geraram perdas bilionárias para muita gente, até no Brasil, em 2008 e 2009. Houve os casos da Aracruz e da Sadia. Além dos fundos de investimento que viraram pó. Lá fora, então...

João: Lá fora foi um desastre. O que Buffett e Munger comentam é que os derivativos criam riscos em grandes escalas que não podem ser mensurados. É importante ter na mente que o valor notional dos derivativos ao redor do globo já supera US\$ 1 quadrilhão. É incalculável. Se acontecer algum desastre com esses derivativos, as economias globais vão para o espaço. Enfim, são esses dois itens – alavancagem excessiva e uso desenfreado de derivativos – que eles evitam a qualquer custo em seus negócios.

Max: É aquela máxima do “invista no que você conhece”. Quando uma empresa tem uma dívida grande e faz uso de derivativos para proteger as operações, ela cria uma nebulosidade nos seus números e fica difícil de se ter uma boa foto da companhia. É por isso que eles ficam totalmente à margem de empresas com esse perfil.

João: Só para reforçar, Max. O que o Buffett critica é que a estrutura dos derivativos, de certa forma, acaba minando a paciência do investidor. Justamente porque eles vencem. E quando o prazo acaba, o investidor precisa arcar com suas responsabilidades. O ponto é que nem sempre ele possui os recursos para fazê-lo. E aí, já viu o resultado final, né?

Max: João, acho legal a gente lembrar algumas outras frases famosas do Munger e do Buffett.

João: Vamos, mas, antes das frases, queria falar do maior medo do Buffett. É algo que ronda sua cabeça desde os anos 1970. É uma possível crise nuclear (risos). Todo ano, ele fala da possibilidade de uma crise

nuclear que acabaria com tudo o que foi construído. Essa preocupação é meio que recorrente e ele reforçou à beça o seu medo em anos mais críticos, como em 2001, quando houve o atentado às torres gêmeas. Nas décadas de 1970 e 1980, seu maior temor era a União Soviética...

Max: ... a Guerra Fria!

João: Pois é. Depois disso, teve o avanço chinês. Posteriormente, os terroristas. Buffett, inclusive, conta que torcia muito para que o presidente americano que viesse a suceder George W. Bush – Barack Obama – atacasse o foco do risco. Eu acredito que ele tenha passado um perrengue agora com a última crise...

Max: ... com a Coreia do Norte.

João: Isso. Mas esse tema é apenas uma curiosidade. Achei interessante comentar, pois ele é o primeiro grande investidor que eu vejo que tem preocupações assumidas com o tema. O maior investidor do mundo, do alto de seus 88 anos, tem bastante medo de uma crise nuclear.

Max: Pois é... Vamos às frases agora?

João: Opa! Vale dizer que talvez eles sejam os mais profícuos elaboradores de bordões do mercado financeiro.

Max: Fato! Eles têm vários. Um deles é o seguinte: “Conhecer as suas competências é uma das coisas mais difíceis para um ser humano, mas é muito mais importante para a vida e para os negócios do que ser brilhante”. Munger diz que “a maluca combinação de bom senso e paciência e estar preparado para aproveitar as oportunidades quando elas se apresentam são as coisas mais importantes”. Ou seja, é preciso encontrar equilíbrio entre competência e bom senso. Muito de um ou de outro não é bom. Quanto mais você compreende os limites do seu conhecimento, mais valiosas serão as suas decisões. Tem a questão das pessoas também. Ele diz: “Quero as pessoas em quem todos os aspectos da personalidade fazem os outros quererem ficar perto”. Confiança vem em primeiro lugar, e habilidade, depois. É mais importante você confiar na pessoa com quem você trabalha do que ele (ou ela) ser alguém brilhante e ter habilidade. Essa é uma diretriz na...

João: ... Berkshire!

Max: Isso! Outra frase interessante: “O jogo do investimento sempre envolve preço e qualidade. E o truque é receber mais qualidade do que você comprou. É simples assim”. Ou seja, conseguir pagar mais barato em empresas de qualidade é praticamente atingir o sucesso em termos de investimento. E quando você olha o passado da Berkshire, percebe que grande parte da fortuna dela foi feita com negócios de alta qualidade. Outros investidores ganharam dinheiro com esse tipo de ativo. O foco na qualidade é algo que Munger trouxe para Buffett e que se comprova como determinante para um bom investimento.

João: É isso mesmo!

Max: João, o que acho incrível dos dois é que, mesmo sendo idosos, ali na casa dos 90 anos, eles conseguem se manter atualizados. Conseguem utilizar o mesmo método com que investiam lá atrás, com muita leitura e informação, prezando qualidade e boa gestão, e ser muito bem-sucedidos em seus investimentos. Isso comprova que um jeito bom de selecionar empresas interessantes não se perde com o tempo.

João: Realmente, não se deteriora.

Max: Exato. Já se passaram décadas e eles continuam sendo bem-sucedidos na escolha das ações. Assim como escolheram Coca-Cola lá atrás, eles reforçam a posição em Apple e compram ativos chineses em que veem potencial. Eles se adaptam, sem perder a base e o padrão da análise. Aprendizado constante, disciplina, paciência, ter caixa, investir em empresas com management competente e qualidade diferenciada são os pilares do quebra-cabeça dos dois.

João: É isso mesmo, Max. Eles montaram uma joia dos investimentos. Criaram uma filosofia de investimento poderosa, capaz de enfrentar os testes do tempo e influenciar todas as gerações de investidores que ainda estão por vir.

▲ GLOSSÁRIO

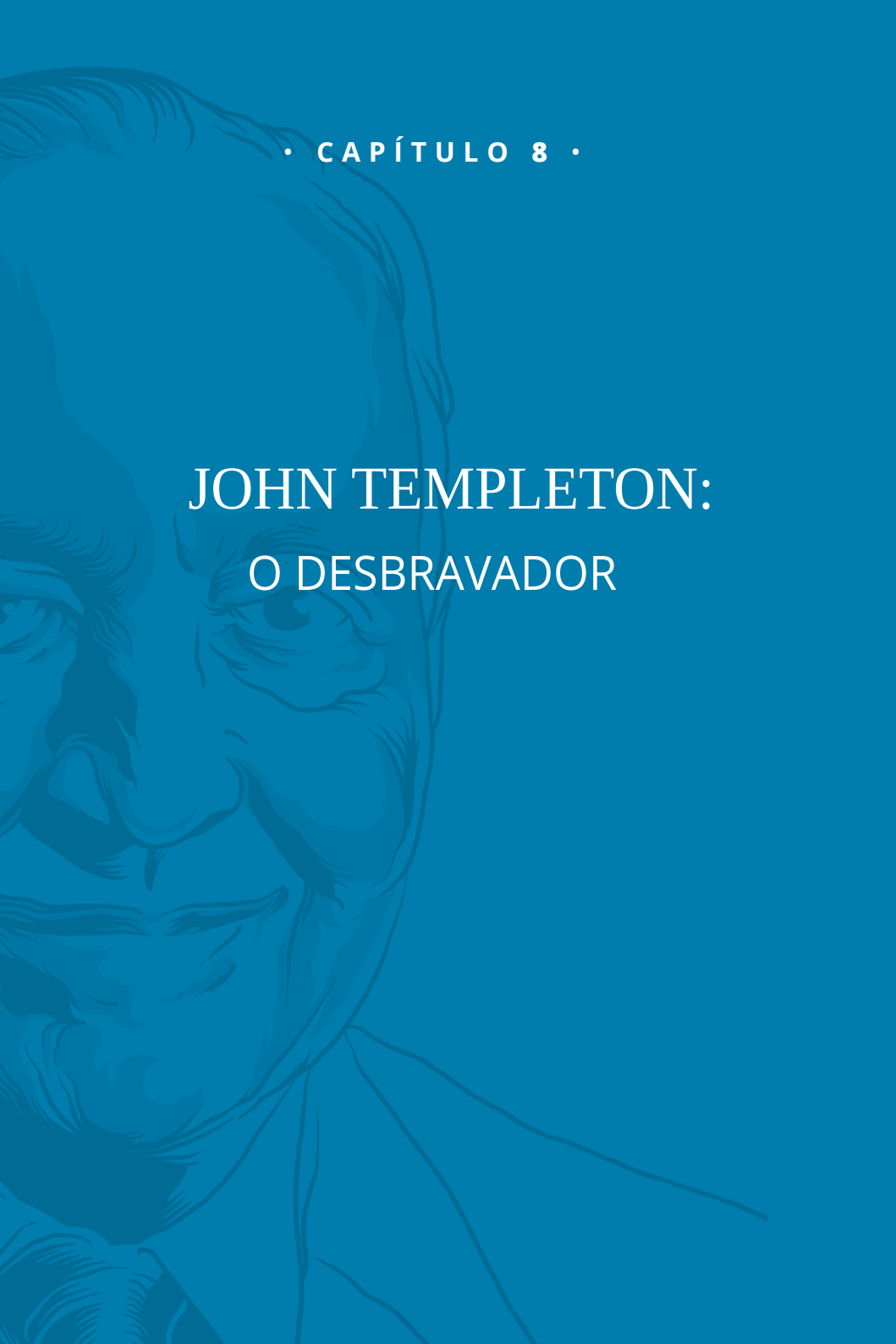
value traps: armadilhas de valor; ação que parece estar barata por negociar a múltiplos extremamente baixos.

float: capital retido por uma instituição financeira em troca da prestação de serviços; normalmente esse capital é investido e seus resultados ficam para a instituição.

landlords: administradores.

Ebitda: sigla em inglês para Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Serve como uma aproximação da geração de caixa operacional da empresa.

valor nocional: valor total do ativo subjacente controlado pelo derivativo.

A stylized, blue-toned portrait of John Templeton, an older man with a mustache, wearing a suit and tie. The portrait is rendered in a sketch-like style with bold lines and is positioned on the left side of the page, partially obscured by the text.

• CAPÍTULO 8 •

JOHN TEMPLETON: O DESBRAVADOR

“Mercados em alta nascem do pessimismo, crescem no ceticismo, amadurecem no otimismo e morrem na euforia. O momento de maior pessimismo é a melhor hora para comprar e o momento de máximo otimismo é a melhor hora para vender.”



Atravessar continentes é uma das expertises do nosso guru John Templeton. Ainda novo, cruzou o oceano Atlântico rumo ao continente europeu, com o objetivo de fazer mestrado em Direito pela Universidade de Oxford.

De volta à terra do Tio Sam, se estabeleceu em Nova York e deu início à sua carreira no mundo dos investimentos. Pouco tempo depois de abrir seu próprio fundo, já havia acumulado cerca de US\$ 300 milhões em ativos.

Mostrando toda a sua coragem, Templeton decidiu novamente atravessar os mares, mas dessa vez como investidor. Nosso guru foi o primeiro a apostar nos fundos de investimento globais. Isto é, diversificou seus investimentos em diversos ativos ao redor do globo, principalmente no Japão.

No início dos anos 1990, vendeu sua firma para a gestora de investimentos Franklin, o que daria origem ao famoso hedge fund Franklin Templeton.

Assim como Seth Klarman e Peter Lynch, ele era um grande filantropo. Depois de se aposentar, dedicou sua vida a ajudar os mais necessitados por meio da John Templeton Foundation.

Pelo seu incansável trabalho filantrópico, recebeu uma das maiores condecorações britânicas: o título de “Sir”, conferido pela rainha Elizabeth.

John Templeton não trouxe somente ensinamentos sobre o mercado de ações, mas também lições de vida e de coragem.

Max: João, neste capítulo, vamos falar do grande John Templeton. Infelizmente, ele já faleceu. Mas deixou sua marca na história dos investimentos. Um dos principais motivos foi ele ter sido pioneiro em algumas abordagens e formas de investir. Seu grande legado está associado ao desenvolvimento dos investimentos internacionais e à importância de se procurar oportunidades e barganhas em outros mercados.

João: Templeton foi o primeiro a enxergar além do mercado norte-americano. Nos anos 1960, ele começou a investir no Japão, o que se mostrou uma estratégia bastante acertada. Posteriormente, o mercado japonês começou a destoar do mercado financeiro global e se valorizar bastante. Para a época, ele teve uma visão inovadora ao perceber que nesse mercado existiam muitas barganhas e ações com múltiplos muito atrativos.

Max: E ele foi muito bem-sucedido. Para mim, João, esse é o grande legado dele: diversificação geográfica dos investimentos. Não se prenda a oportunidades somente no mercado em que você está inserido. Se você tem condição de analisar empresas em outros mercados, aventure-se, porque oportunidades existem em todo o mundo.

João: Fato! Templeton realmente procurava ativos descontados e outros que eram, vamos dizer assim, deixados de lado pelos investidores.

E isso existe em qualquer mercado. Não é só nos Estados Unidos que vão haver barganhas. Elas existem no mundo todo. Esse investimento no Japão foi feito logo depois do pós-guerra, quando os Estados Unidos estavam, de certa forma, ajudando o Japão a se reconstruir. Então toneladas e mais toneladas de dinheiro foram direcionadas para a economia japonesa e...

Max: ... as empresas estavam baratas!

João: Exato. Existiam muitos problemas de contabilidade, o que dificultava a avaliação por parte dos investidores. Tradicionalmente, as empresas japonesas sempre foram montadas sob a hierarquia familiar. Então, existia a questão das subsidiárias que eram muito mal precificadas e os investidores acabavam deixando-as de lado. Templeton se aproveitou muito bem dessa onda.

Max: Foi o pioneiro, não é?

João: Sim, ele foi o primeiro a se aventurar nesse mercado. Claro que, naquele tempo, era muito mais difícil do que hoje. Para comprar ações do Japão naquela época, era necessário ir até lá, conhecer os mercados e entender a Bolsa japonesa. Hoje, essas informações estão todas na internet, à distância de um clique. Um investidor consegue atuar e realizar pesquisas com muito mais facilidade.

Max: Como definição, podemos dizer que John Templeton foi o primeiro a ter um foco global em investimentos.

João: É isso!

Max: Em vez de visar apenas a ações de empresas americanas, ele ampliou seu horizonte. E entendeu que é possível encontrar oportunidades de valorização de ativos quando o mercado nacional está num momento...

João: ... mais complicado.

Max: Isso! Assim, ele mostrou ao mundo e ao investidor comum que vale a pena pesquisar e entender outros mercados.

João: É justamente nesse contexto que ele fala sobre as vantagens da diversificação geográfica. O investidor pode enfrentar problemas na economia de um determinado país, mas, do outro lado do globo, a atividade econômica pode estar em melhores condições. Ao identificar essas diferenças, o investidor consegue diversificar o portfólio. Na verdade, ao procurar barganhas nos mercados internacionais, Templeton procurava diversificar sua carteira. Mas ele também gostava de realizar suas jogadas. Nesse sentido, a primeira grande aposta dele foram as ações de cada uma das empresas listadas na Bolsa de Nova York (104 no total) que estavam sendo vendidas por menos de US\$ 1 à época, durante a Grande Depressão.

Max: De fato, foi um momento difícil para o mercado de ações. Vale dizer que dessas 104 companhias, 34 estavam muito perto de quebrar.

João: Sim, boa parte estava quebrando ou falindo. Independentemente disso, Templeton foi lá e comprou as ações. Para isso, tomou uma dívida significativa – segundo ele, a única em toda sua vida. Ele pegou dinheiro emprestado para comprar essas ações e essa grana se multiplicou por muitas vezes.

Max: A estratégia que ele usou visava encontrar algumas ações vencedoras que acabariam compensando as prováveis perdas com as demais. É uma estratégia de convexidade, bastante defendida pelo Taleb, além de ser uma maneira interessante de se estruturar um portfólio.

João: Pois é... Templeton já utilizava esse conceito de forma proposital naquela época. Sua abordagem também é válida quando se observa a questão da diversificação geográfica. No limite, o que ele fez foi apostar em vários países. Um daqueles países iria se revelar com um diferencial absurdo e, com isso...

Max: ... gerar ganhos extraordinários, que mais que compensariam as possíveis perdas nos demais!

João: É isso mesmo!

Max: Antes de continuar a falar sobre a filosofia de investimentos e as lições que ele deixou, queria falar um pouco mais sobre ele. Templeton

nasceu em 29 de novembro de 1912, no interior dos Estados Unidos, mais precisamente na cidade de Winchester, no Tennessee. De família humilde, com muito esforço conseguiu estudar numa universidade.

João: E cursou boas universidades.

Max: É verdade. Ele cursou Economia em Yale e Direito em Oxford, na Inglaterra. Durante a Segunda Guerra Mundial, quando todo mundo estava muito pessimista, Templeton foi um dos poucos a antever que o conflito, em vez de provocar uma crise, daria um grande impulso à economia. Naquela situação, ele já demonstrava...

João: ... interesse global.

Max: Interesse global e uma percepção diferenciada, movida por uma conduta ávida por encontrar barganhas e oportunidades em tempos de pessimismo. Então, o que o estimulava eram os momentos de estresse, nos quais procurava entender onde estavam as barganhas. Particularmente, eu gosto de momentos de estresse. Ele é um dos investidores que gosta do sangue jorrando, como você comentou. É nesse contexto que se encontra as maiores oportunidades.

João: Só fazendo um parêntese... A gente falou que ele estudou em Yale e em Oxford. Diz a lenda que ele pagou os dois cursos jogando pôquer. Por essa anedota, você já vê um pouco da aptidão dele em tomar risco...

Max: ... do apetite ao risco.

João: E em tentar entender o cenário para se aproveitar positivamente do estresse do mercado. É uma abordagem que tem muito a ver com o estado emocional e com as finanças comportamentais. Era uma característica dele comprar na crise, quando os mercados estavam despencando.

Max: É preciso ter muito sangue-frio para isso.

João: Muito sangue-frio mesmo!

Max: João, a trajetória do Templeton é bastante interessante. Nos anos 1950, ele fundou o Templeton Growth Fund, um fundo mútuo

[fundo de investimento em ações] que teve bastante destaque por justamente ter sido pioneiro no investimento fora do mercado americano. O fundo foi o mais rentável dos Estados Unidos por mais de 20 anos. Algumas de suas estratégias de investimento ainda sobrevivem, sob o guarda-chuva da gestora Franklin Templeton, que carrega boa parte das filosofias de investimento de seu fundador.

João: Segundo Templeton, a única forma de encontrar barganhas no mercado de ações era comprar quando todos estavam vendendo. A base de sua filosofia de investimento era ir contra a corrente.

Max: Ele era o investidor contrário.

João: Templeton foi o maior dos “contrarians”... (risos)

Max: Com essa filosofia, ele foi reconhecido como o maior “stock picker” [selecionador de ações] do século 20. Ele buscava pechinchas, selecionava empresas que apresentassem preços baixos e boas perspectivas de longo prazo. No fundo, ele privilegiava ações negligenciadas por outros. Templeton gostava quando ninguém estava vendo nada ou quando o pessoal estava abandonando as ações. Era justamente nesses momentos que ele estudava, se debruçava sobre as ações e fazia suas apostas.

João: Eu meio que discordo dessa visão, porque, na verdade, ele seguia uma receita de bolo. De forma geral, ele fazia duas perguntas básicas: a empresa está muito endividada? Ela vai quebrar? Se as respostas fossem negativas, então ele comprava se ela estivesse com um múltiplo atrativo. Como ele tinha esse viés da diversificação e de arriscar em várias frentes a fim de acertar uma ou outra aposta que pagasse todo o resto, ele não precisava acertar na mosca a companhia a ser adquirida.

Max: Ele acabou sendo reconhecido pelo mercado por ter acertado boas teses de investimentos.

João: Mas isso porque ele fazia várias apostas. Templeton não era um cara que procurava acertar a mira, como o Buffett, que, por exemplo, enxergava na See’s Candies uma baita oportunidade. Ou, ainda, a própria Berkshire Hathaway, já com o objetivo de

montar uma empresa de participações. O Templeton era um cara mais pragmático. Ele pensava de outra forma. Sua estratégia era comprar um monte de ações baratas, de que ninguém gostava, porque uma delas poderia dar um salto, vencer e...

Max: ... dar 1.000% de lucro, compensando todas as outras.

João: É uma estratégia que funciona superbem, mas que exige recursos.

Max: E muita atenção também. Porque é preciso comprar ações que estejam mal precificadas e esquecidas. Para isso, é necessário pesquisar bem. A estratégia só vai funcionar quando o investidor conseguir identificar empresas que não vão quebrar.

João: Afinal, não adianta nada utilizar essa estratégia e adquirir um monte de empresas alavancadas e várias quebrarem. Nesse caso, o investidor não vai conseguir lucrar com o investimento.

Max: Pois é... Eu nem preciso dizer que o Templeton é considerado um value investor, talvez um dos primeiros depois de Benjamin Graham.

João: Inclusive, Max, ele comenta um detalhe importante: Templeton foi mais um que assistiu às aulas do Benjamin Graham. Ele utilizava as lições do Graham na hora de avaliar empresas. Mas ele levantou uma questão importante em um texto que escreveu nos anos 1980: comentou que, se o Graham fosse vivo na década de 1980, muito provavelmente teria mudado um pouco sua abordagem em relação a alguns indicadores financeiros.

Max: Com certeza! O Buffett mudou.

João: Verdade... Enfim, achei bem bacana ele comentar sobre quem foi seu guru, que, de certa forma, é o guru de todos.

Max: Acho legal uma frase dele sobre o value investing, que é a seguinte: “Compre valor, e não tendências de mercado ou previsões econômicas. No longo prazo, o valor é imbatível”. Ou seja, se você encontra uma empresa com qualidade, você está no caminho certo.

Para Templeton, uma companhia de qualidade é líder de vendas num segmento em expansão ou é líder em tecnologia numa área que depende de inovação tecnológica. De forma geral, a companhia deve ter liderança incontestável e um histórico invejável.

João: Além disso, deve estar bem capitalizada ou possuir ainda uma marca popular com elevada margem de lucro.

Max: Ao comprar uma empresa com essas características, o investidor está comprando qualidade e, no longo prazo, vai se beneficiar desse valor.

João: Nesse sentido, Templeton comenta que tinha um rol de empresas que ele queria comprar, mas que estavam muito caras. Então, ele ficava esperando o desespero do mercado para comprar essas ações. Talvez ele tenha se esbaldado na Black Monday [a Segunda-feira Negra], quando os mercados derreteram.

Max: A famosa segunda-feira, dia 19 de outubro de 1987. Nesse dia o índice Dow Jones caiu nada mais, nada menos que 22,61%.

João: Certamente, ele aproveitou para comprar ações. Max, acho importante a gente frisar que boa parte da atenção dele era direcionada para a relação entre oferta e demanda das ações. Obviamente, ele preferia empresas boas. Por isso, olhava o mercado e pesquisava muito.

Max: Exatamente.

João: Mas o foco era muito na oferta e demanda. Se a empresa estivesse passando por um momento mais difícil, e os profissionais do mercado estivessem recomendando a venda daquelas ações jogando seus preços lá para baixo, ele entendia que era hora de comprar. Seria nesse momento de maior tensão que os preços estariam errados. A questão “comportamental” aqui é muito importante. Já citamos neste livro alguns investidores que também dão muita importância a essa matéria. Acho que o Templeton deve ser um dos grandes exemplos inspiradores sobre o assunto.

Max: A lição sobre ter calma quando o sangue está nas ruas é realmente a melhor. É da natureza humana evitar ir contra a multidão. Ele foi um dos primeiros que se viu motivado a fazer isso. Pensava e valorizava muito a independência na hora da tomada de decisão.

João: Acho que foi por isso que ele foi morar nas Bahamas – para se livrar das amarras do mercado. Uma bela estratégia!

Max: Como todo grande investidor, Templeton tinha paciência e foco no longo prazo, duas características que vimos em todos os gurus. Então, pensar de forma diferente, aproveitar os momentos de pessimismo, ter paciência e foco no longo prazo fazem parte da receita do sucesso para investir em ações.

João: Ele comentava que os “bear markets”, os mercados de baixa, eram sempre bem-vindos. Hoje em dia, em momentos ruins para os mercados, todo mundo fica de mau humor, a começar pelos jornais... Fico imaginando o Templeton com uma cara superfeliz e comprando ações adoidado... (risos)

Max: Ele até fala o seguinte: “O investidor relaxado normalmente está mais bem informado e entende melhor os valores essenciais. É mais paciente e menos emotivo. Paga menos impostos anuais, porque não opera tanto e não precisa pagar comissões de corretagem desnecessárias”. Ou seja, é a questão do foco no longo prazo e ter sangue-frio para aproveitar as oportunidades. Quem tem foco no longo prazo fica mais relaxado. Não fica tão tenso com as notícias. Os nervos não ficam à flor da pele por conta do vaivém dos mercados.

João: Seguindo essa estratégia, você teria comprado o Ibovespa a 40 mil pontos em 2016. Agora, com a Bolsa flertando com os 100 mil pontos, fica fácil de ver, tratava-se de uma verdadeira barganha.

Max: Sem dúvida...

João: Max, tem duas regras de bolso dele que vale a pena destacarmos aqui. Uma delas está relacionada à questão do longo prazo. Ao olhar os indicadores de uma empresa, Templeton procurava analisar as perspectivas dos próximos dois a cinco anos. A ideia era tentar

prever para onde iriam os lucros nos anos seguintes. Tem um estudo que mostra que as carteiras dele seguravam uma ação por cerca de seis anos. É um indicador importante.

Max: No Brasil, o investidor fica tão ansioso para comprar e vender que acaba esquecendo que é importante manter o papel no portfólio por um tempo médio.

João: Pois é... A segunda regra era chamada de “Regra dos 50%”, e é muito interessante. Funcionava mais ou menos assim: uma desvalorização de 50% nos preços de uma ação em relação à sua máxima histórica era um gatilho para que ele comesse a estudar profundamente a companhia. Se a conclusão da análise fosse positiva e a ação tivesse potencial de se recuperar, ele a comprava.

Max: Além disso, para que ele trocasse uma ação da carteira, bastava descobrir uma outra que estivesse caindo ainda mais que a primeira. Se ele se deparasse com essa oportunidade, ele realizaria a troca.

João: Esse seria o único motivo, segundo ele, para substituir uma ação que já estava na carteira.

Max: Essa estratégia me remete um pouco à nossa visão sobre a Ultrapar. O preço da ação da companhia caiu 50% da sua máxima histórica, o que chamou nossa atenção. Avaliamos a empresa e decidimos sugerir-la aos assinantes do MAB [As Melhores Ações da Bolsa, série da **Empiricus**]. Seguimos à risca essa regra do Templeton.

João: E aí, sempre surge uma questão importante relacionada ao momento no qual se deve vender ação. O Templeton respondia: venda uma ação quando encontrar outra mais atrativa. Não tome amor pelo ativo.

Max: Ele falava muito isso. Muitos especialistas criticavam o Templeton por deixar “dinheiro na mesa” ao vender uma ação muito cedo. Mas a sua estratégia se mostrou acertada ano após ano. Se o investidor encontrar uma empresa em um melhor momento e que esteja mais atrativa, ele deve vender aquela que já estivesse em seu portfólio e comprar a ação que ainda não está.

João: Uma curiosidade: talvez Templeton tenha sido o primeiro grande investidor a apostar na esteira de um evento traumático como o ataque às Torres Gêmeas, em setembro 2001.

Max: Para quem não sabe, Templeton comprou ações de companhias aéreas nos dias seguintes aos ataques terroristas.

João: Isso me fez lembrar do personagem Bobby Axelrod, da série “Billions”, que apostou no evento das Torres Gêmeas e ficou bilionário. Naquele momento, pós-ataque, as ações das aéreas haviam perdido mais de 50% de valor.

Max: Bem dentro da estratégia dele...

João: Ele ligou para o corretor e mandou comprar as ações das companhias aéreas que estavam caindo mais de 50%. Nos seis meses seguintes ao evento, as ações subiram cerca de 60%. Templeton é um investidor que procurou se aproveitar dos momentos ruins da história, mas sem tomar partido dos eventos, claro.

Max: Voltando para o assunto da diversificação global, Templeton comenta três pontos importantes. Ele valoriza o investimento em mercados internacionais, mas pede atenção para alguns aspectos. Templeton diz o seguinte: evite países com políticas socialistas e com alta inflação.

João: Ufa! Acho que vamos escapar desses problemas... (risos)

Max: Prefira países com taxas de crescimento de longo prazo altas, que mostrem tendência de liberalização econômica, programas de privatização, legislação anti-intervencionista, maior abertura e transparência em assuntos ligados ao mercado de ações, etc. Lugares com essas características seriam os melhores para serem desbravados.

João: É um ponto de vista muito interessante.

Max: É interessante porque faz a gente refletir sobre o Brasil. Nesse quadro traçado pelo Templeton, o Brasil seria um país com uma tendência maior de liberalização econômica, privatização e legislação anti-intervencionista? Será que a gente pode esperar que o Brasil atinja esse nível?

João: Grau de maturidade. Quem sabe...

Max: É uma questão para refletirmos. Outra lição do Templeton diz respeito à sua lista das quatro palavras mais perigosas quando se investe: “Desta vez é diferente”.

João: Isso remete exatamente ao que a gente está torcendo para que aconteça com o Brasil... (risos)

Max: Mas é perigoso, não é? A gente acha que agora vai ser diferente...

João: É tudo uma questão de contexto, logicamente. Templeton dizia isso em relação aos mercados. Mais dia, menos dia vamos ter sangue nas ruas. Ou seja, os mercados entram em períodos de baixa e passam por maus bocados também. Para Templeton, como dissemos anteriormente, esse seria o melhor momento para investir em ações. Mas é preciso estar preparado. Para ele, o bear market é a chave do sucesso. É preciso que o investidor esteja pronto para aproveitar as oportunidades que podem vir a surgir.

Max: É preciso estar sempre alerta!

João: Max, queria voltar rapidamente à questão da diversificação. Mas agora sob uma outra ótica. Mesmo sendo um investidor mais focado em ações, Templeton não se prendia a um segmento. Ele comprava qualquer classe de ativo.

Max: Ele mantinha a mente aberta.

João: Comprava desde blue chips até small caps, passando por títulos de dívidas, debêntures, etc. Ele tinha uma visão de que, se a demanda pelos ativos fosse baixa e o momento fosse propício, ele poderia deter qualquer ativo.

Max: Ou seja, ele buscava estresse em qualquer classe de investimento.

João: Isso. Desde que o ativo tivesse potencial. Uma frase que retirei do material dele resume um pouco isso: “Procure papéis que tiveram o pior desempenho no passado recente e os analise para

identificar se são boas barganhas”. Exatamente a regra dos 50%. E isso vale para qualquer classe de ativo.

Max: Alguns métodos e estratégias que merecem ser pontuados: manter a mente aberta, como comentamos agora. Nunca adote um único tipo de ativo ou um método fixo para selecioná-los. O investidor tem de manter a mente aberta e cética sempre. Não siga a multidão. Aproveite momentos de estresse e pessimismo para buscar barganhas. Mercados em queda são sempre temporários, assim como mercados em alta. Busque o que não está sendo popular.

João: Sobre esse último tema, ele tem um ponto de vista que vale a pena comentar. Templeton dizia o seguinte: “Se você vai a dez médicos e eles falam o que você tem, você provavelmente acredita. Se você vai a dez engenheiros que dizem como você deve construir uma ponte, muito provavelmente você acredita. Mas se você for a dez analistas de investimentos e eles falarem exatamente a mesma coisa, é melhor você sair fora, porque aquilo ali já está no preço”. Ou seja, nesse caso, você não vai ganhar dinheiro!

Max: É verdade! Continuando com as estratégias: compre em épocas de pessimismo dos mercados, pois é nelas que surgem as melhores oportunidades. Aprenda com os seus próprios erros. Procure por valor e barganhas, que vão surgir quando todos estiverem vendendo. Procure pelo mundo todo: não tenha medo de se aventurar caso tenha capacidade de analisar oportunidades ao redor do mundo.

João: Atualmente essa é a principal chave do sucesso dos investimentos. Hoje está muito fácil comprar ativos financeiros ao redor do mundo.

Max: Eu gostei bastante do Templeton. Gostei muito da visão global. Talvez eu não concorde completamente na questão da diversificação. Ele comprava muitos ativos. E é muito difícil você ter controle e fazer uma análise minuciosa de todos. Talvez seja melhor se concentrar em dez, 15 ou 20 ativos. Mas, no geral, eu concordo com ele em diversos aspectos. As grandes oportunidades surgem

quando ninguém está vendo. Um exemplo foi a crise de 2008. Era para comprar bancos americanos em 2008. Olha o que aconteceu depois. Você tem que pensar diferente da maioria. Se pensar igual aos demais, você terá retornos iguais também.

João: Um bom exemplo foi em 2008, no auge do estresse global. Ou aqui, em 2015 e 2016.

Max: Por fim, acho que também vale pontuar a sua frase mais clássica. Templeton dizia: “Os mercados em alta nascem do pessimismo, crescem no ceticismo, amadurecem com o otimismo e morrem na euforia”. Essa é a frase que simboliza todo o pensamento de John Templeton.

João: Perfeito.

• CAPÍTULO 9 •

BENJAMIN GRAHAM:

O PIONEIRO



*“Preço é o que você paga;
valor é o que você leva.”*



Toda história tem um início e é aqui que temos o começo de tudo: Benjamin Graham é considerado o pai do value investing. Foi o grande mentor de todos os gurus já comentados no livro. Se apenas alguns o seguiram fielmente, os demais também o têm como referência em cada estratégia de investimento.

Por ter sido o pioneiro, enfrentou altos e baixos no início de sua trajetória como value investor. Assim, Graham lapidou sua estratégia e escreveu obras consideradas essenciais para qualquer pessoa interessada em investir em ações. Para Buffett, nosso último guru foi o maior investidor de todos os tempos.

Graham foi pioneiro em ler e entender como o mercado de ações funcionava com suas irracionalidades e seus desafios. Analisava o “Senhor Mercado” como poucos e tirava conclusões que são valiosas lições até hoje:

“O mercado é um pêndulo que sempre oscila entre o otimismo insustentável (que torna as ações muito caras) e o pessimismo injustificável (que as torna muito baratas). O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas.”

Segundo este grande mestre, para investir, é imprescindível ser paciente, disciplinado, ter vontade de aprender sempre e ser capaz de pensar sozinho.

Os ensinamentos de Graham permanecem vivos até hoje e certamente nos ajudam a investir melhor. Absorver a filosofia do “guru dos gurus” é construir bases sólidas para enriquecer com o investimento em ações.

Max: Neste último capítulo, vamos falar sobre Benjamin Graham, considerado o “pai do value investing”. Ele foi o pioneiro. Vamos começar contando o seu histórico, a sua formação e depois tratar da filosofia e das ideias de investimentos que inspiraram as gerações seguintes de investidores e gestores.

João: Na verdade, elas inspiraram toda a construção da história do investimento.

Max: Isso mesmo! Podemos começar pelo seu histórico. Benjamin Graham era inglês, mas fez a vida nos Estados Unidos.

João: Ele foi bem novo para os Estados Unidos.

Max: E quando ainda era muito jovem, já se mostrava um cara...

João: ... bastante diferenciado.

Max: Sim, diferenciado nas ideias e batalhador. Acho que a palavra certa é “determinado”. E, pela facilidade que tinha de aprender coisas novas e com seu interesse pelo mundo dos investimentos, rapidamente entrou em Wall Street e começou a se destacar. Tinha uns 20 anos.

João: Graham se formou na Universidade Columbia, em Nova York, em meados da década de 1920. Ele entrou em 1917 e, ao mesmo tempo, começou a trabalhar em Wall Street. Já naquela época, escrevia artigos sobre a economia norte-americana. Logo após se graduar, virou professor da cadeira de Finanças de Columbia, onde lecionou até o fim da vida.

Max: E foi logo no início da sua carreira que ele se aproximou de pessoas importantes como David Dodd. Em 1934, ambos escreveram o livro *Security Analysis* (sem edição em português), que é uma grande referência para qualquer investidor. Essa obra é considerada a bíblia...

João: A bíblia do investidor! É um livro muito interessante. Não era focado nos iniciantes e era difícil de ser assimilado, por precisar de algum conhecimento de contabilidade e de mercado. Mas ainda hoje é considerado um referencial que todo analista de investimento deveria procurar na hora de avaliar empresas.

Max: Talvez o segundo livro dele, intitulado *O Investidor Inteligente*, seja mais fácil de ser compreendido pelo investidor pessoa física.

João: Sim, com certeza. *O Investidor Inteligente* foi um livro que ele escreveu para a pessoa física e, por isso, ele utiliza muitos exemplos. Logo de cara, ele desenha o que deveriam ser dois perfis de investidores. O primeiro seria o investidor defensivo e o segundo, o investidor empreendedor. A ideia que ele quer passar é que cada um deveria possuir carteiras com ativos com diferentes características. Nessa obra, Graham abandona um pouco o lado acadêmico e a contabilidade...

Max: ... e foca mais na prática, no dia a dia. Poderia dizer que trata o assunto investimento por uma abordagem mais comportamental, pelo perfil do investidor. Ele diz como cada tipo de investidor reage ao dia a dia, aos dilemas, às emoções que o Senhor Mercado proporciona. É nesse livro que ele utiliza essa famosa expressão pela primeira vez. Depois, o termo acabou sendo difundido e ainda hoje é bastante utilizado no mercado financeiro. É interessante que ele começa a falar sobre

os dilemas do investidor e suas reações diante do Senhor Mercado. O Graham escreve sobre como o investidor deveria lidar com as oportunidades que o Senhor Mercado proporciona.

João: É isso mesmo, Max. De volta à biografia do Graham, como mencionamos, ele iniciou a carreira na década de 1920. Fazia operações de long & short e de arbitragens. Ele comentava que era uma estratégia difícil de ser elaborada pelo investidor médio e que eram necessários especialistas para montar essas operações. Até a crise de 1929, seu desempenho na Graham-Newman – sua empresa de participações – era bastante positivo. No entanto, acabou sofrendo um baque muito grande com a crise de 1929. Chegou a perder mais de 70% do patrimônio de investimentos entre aquele ano e 1932. Acho que esse evento, na verdade, gerou o “estalo” para que escrevesse o *Security Analysis* e procurasse uma nova forma de olhar para o investimento em ações.

Max: Algumas das principais ideias dele para muitos investidores ao longo dos anos foram concebidas após esse revés.

João: Pois é...

Max: É nesse momento que ele reflete sobre a importância da margem de segurança e de conhecer o seu investimento. Essas ideias, Graham aborda mais diretamente em *O Investidor Inteligente*, seu segundo livro. É ali que defende a importância de o investidor conhecer o seu perfil. Nesse sentido, diz que é preciso aprender a lidar com a volatilidade do mercado. Acho que esse revés despertou algumas coisas nele... Geralmente é assim, não é, João?

João: É, quando você toma um prejuízo... (risos)

Max: Quando você toma um baque, quando sofre algum impacto negativo, você para, reflete...

João: Volta para a prancheta!

Max: E tenta ver o que pode ser mudado e procura se reestruturar, se reinventar.

João: Acho que ele virou um pouco refém da sua época. Com a crise de 1929, ele se tornou um cético. O que, por sinal, foi bastante positivo para sua formação. E esse ceticismo fez escola! Lembra do Seth Klarman se colocando como um cético do mercado? Agora, podemos dizer quem foi a sua fonte de inspiração. Graham sofreu muito com esse revés. O mais legal é que ele levantou a cabeça e se recuperou. Criou uma nova forma de olhar os ativos e escreveu o *Security Analysis*. Em nenhum dos seus livros ele demonstra otimismo ou fala que o investidor vai ganhar muito dinheiro. Inclusive, criticava muitos dos seus pares que escreviam sobre mercado e que tinham uma visão mais otimista. Graham sempre pontuava que o investidor precisa pensar muito bem na hora de programar seus investimentos e que deve se manter inteligente.

Max: Sim. E deve ter maior nível de convicção quando tem pouco a perder e muito a ganhar. É o que ele chama de margem de segurança, um conceito que foi amplamente difundido posteriormente. Vamos destacar agora alguns pontos da sua filosofia de investimentos, que foi inspiração para muitos. Nessa jornada, acho importante expormos algumas das nossas impressões de tudo o que lemos sobre ele, porque há pontos que são mal interpretados pelo mercado hoje em dia. As pessoas têm como referência um Benjamin Graham que talvez não corresponda ao que ele era na essência. Por isso, acho bem interessante a gente falar sobre isso.

João: De bate-pronto, o mercado vê o Graham como um baita radical em termos de contabilidade...

Max: De forma resumida, o veem como um chato.

João: Um chato, meio neurótico. Mas a verdade é que usava muito a história para reforçar seus pontos de vista. Ele não era tão neurótico assim.

Max: Um dos principais pontos da filosofia dele que me surpreendeu – isso porque a gente escuta que seria o contrário – foi a defesa da diversificação dos investimentos. Sabemos que ele era uma das

principais referências para Warren Buffett, que defende a ideia de uma maior concentração na carteira e de se investir no que realmente se conhece. Mas, ao nos aprofundarmos no pensamento de Graham, fica nítido que ele era um defensor da diversificação.

João: É verdade...

Max: Para ele, a diversificação era uma forma de mitigar riscos. Graham faz análises de risco nos seus livros. E defende aquela ideia de não colocar todos os ovos numa mesma cesta. E eu achava que ele era um investidor mais radical, alinhado à ideia de se manter uma carteira com poucos ativos, mais concentrada... Mas me parece que ele não pensava dessa maneira.

João: Fato. Para esclarecer esse ponto, podemos até citar um dos perfis de investidor que ele sugere no livro *O Investidor Inteligente*. O “investidor defensivo” deveria estruturar uma carteira com 50% em ações e 50% em títulos (privados e públicos). Por aí, já é perceptível uma concepção um pouco diferente da sua filosofia. Ele não era um investidor só focado em ações. Esses pesos, logicamente, poderiam ser deslocados, a depender do humor do mercado. Mas, dentro da carteira de ações, o investidor com perfil defensivo deveria ter entre 10 e 30 ações, segundo a orientação do Graham. Ou seja, uma carteira bem diversificada.

Max: Certamente, não foi nesse ponto que o Buffett usou o Graham como referência. Talvez seja no ponto da margem de segurança.

João: Isso! Na questão de selecionar as ações.

Max: E também na forma de entender o próprio perfil como investidor e saber aproveitar a volatilidade dos mercados. Acho que é mais nesses pontos que o Buffett buscou orientação no Graham.

João: O que é engraçado, né? Porque, apesar de o Buffett falar muito do Graham na seleção de ações, ele também fala muito sobre o livro *O Investidor Inteligente*, que não é sobre selecionar ações. É sobre como montar um portfólio. O Buffett diz que esse é o livro de cabeceira dele. Um título que não é a referência-chave para a seleção de ativos.

Max: Para mim, foi uma surpresa boa ler sobre Benjamin Graham e ver que ele pensava diferente do Buffett. O que me parece é que os investidores que vieram após o Graham pegaram algumas ideias e foram um pouco além, de forma que não reproduzem exatamente o que ele pensava. A impressão que dá é que o Graham era um investidor mais leve, mais aberto aos diferentes tipos de ativos e aos diferentes perfis. Tanto que, após estabelecer as diferenças entre um investidor e um especulador, ele comenta que a especulação é permitida. Pode especular, mas com pouco dinheiro (com o chamado “mad money”). A impressão que fica é que o perfil do Graham explorado por parte dos investidores não é exatamente o que ele representa. Definitivamente, ele não era um investidor tão certinho ou metódico. Era um cara com uma visão à frente do seu tempo...

João: ... que aceitava a existência de outras filosofias de investimento. Ele comenta, inclusive, que uma carteira bem montada, no caso do investidor empreendedor, poderia ter as growth stocks, desde que fossem bem selecionadas e não estivessem sendo negociadas por preços muito elevados. Graham se apegava muito à questão do comportamento do mercado. Sempre olhava o humor e os ciclos. Aliás, os ciclos são chave para ele. Porque, se você pensar bem, ele surgiu como investidor numa época de crise. Sentiu na pele a Grande Depressão de 1930, quando a Bolsa americana derreteu e ele perdeu 70% do seu patrimônio. Então percebeu que seria crucial atentar ao ciclo do mercado, e não sair comprando ativos a torto e a direito. Acho que, no livro *O Investidor Inteligente*, suas ideias estão mais maduras. Ali, ele faz sugestões que também fazemos na série *As Melhores Ações da Bolsa*. Uma delas é comprar ações de modo recorrente.

Max: Comprar para baixo. Aproveitar os momentos de queda das Bolsas, que abrem inúmeras oportunidades. Outro ponto importante, em que ele tem uma abordagem pioneira, é a relação do investidor com a empresa. Para Graham, o investidor precisa colocar na cabeça que ele é proprietário de uma ação e, portanto, é parte da companhia. Ele começa a trazer o conceito de sócio para a figura do investidor. Graham diz que o investidor deve procurar, num potencial investimento,

as características que ele próprio imprimiria a uma empresa se o negócio fosse seu. A noção de pertencer a uma sociedade desperta novas ideias mais à frente.

João: Isso descola um pouco do investidor tradicional. Graham começa com o conceito de que você não está comprando ativos no mercado só porque estão com preço baixo. Ele defende que o investidor está comprando negócios. O investidor não compra um ativo na Bolsa de forma simplória. Até sobre esse ponto, Max, o Graham faz uma diferenciação interessante entre “timing” e “pricing”. Como disse antes, ele era um cara ligado aos ciclos. Procurava comprar as ações nos momentos mais complicados, de forma que tivesse margem de segurança, etc. Mas dizia que o investidor precisava tomar muito cuidado com a questão de timing e pricing, no sentido de que o timing é uma atitude que tenta antecipar o movimento. É a atitude do especulador. A atitude do pricing é comprar abaixo do valor intrínseco da empresa. É uma atitude do investidor. Portanto, o investidor que está tentando comprar ativos em Bolsa deveria atentar sempre ao pricing, e não ao timing.

Max: Porque o especulador vê apenas o preço. Já o investidor consegue comparar, diferenciar preço e valor. Não à toa, Graham é o autor da famosa frase tão difundida por Buffett: “Preço é o que você paga. Valor é o que você leva”. Então ele diferencia muito o perfil do investidor e o do especulador. O primeiro vê valor intrínseco na ação. O segundo vê o papel sem valor intrínseco, entende-o apenas como um preço.

João: Ele cita muito a Teoria de Dow, que é a base para a análise gráfica. Essa abordagem está muito associada aos movimentos dos preços e ao momentum das ações. Naquela época, muitas estratégias eram baseadas na análise de gráficos, na evolução dos preços dos papéis. Havia muitos investidores que seguiam essa linha. Graham dizia que esse caminho os levaria para o buraco. Porque, antes de tudo, é preciso entender o que existe por trás das ações. O mais importante é entender como a empresa e sua operação geram lucro.

Max: Isso requer uma análise mais profunda e criteriosa. Para tanto, é preciso entender as entranhas do negócio. E aí ele batia em outra tecla: o especulador tem o foco no curto prazo, enquanto o investidor objetiva o longo prazo. Ao se investir para o longo prazo, é preciso fazer uma análise diligente que proporcione a convicção necessária para não se perder no primeiro solavanco. Certamente, é um trabalho mais árduo, mas traz melhores retornos.

João: Acho que até por isso ele fazia uma crítica ao growth investing. Graham dizia ser imprescindível conhecer todo o passado das empresas, para justamente entender os seus mecanismos de construção de lucros. Então, por mais que uma empresa de growth investing fosse boa – e ele cita várias vezes a IBM, que também fazia parte da carteira de Philip Fisher –, haveria uma dificuldade em se observar o seu futuro. Graham sentia dificuldade em extrapolar os lucros futuros.

Max: Era difícil estimar, projetar o quanto mais as companhias poderiam crescer...

João: É justamente nesse caso que entra a ojeriza às projeções. Ele as abandonou. Os investidores que seguiram a sua escola foram além nessa questão de não projetar resultados e até inventaram outros métodos para calcular o valor de uma empresa.

Max: O Greenblatt foi um deles!

João: Sim. O Joel Greenblatt, com o “earnings yield” e o ROIC. O Bruce Greenwald, com o “earnings power value”. Enfim, todos eles criaram seus mecanismos. E o Graham também tinha os dele.

Max: Ele usava o “net-net”!

João: Isso, tinha o net-net, de que vamos falar um pouco mais à frente. Mas antes ele tinha uma outra fórmula que eu achei um barato. A ideia era a seguinte: quando o investidor procura uma empresa para comprar, ele deve avaliar a sua “força financeira”. E o que é força financeira? É um conjunto de duas métricas básicas. A primeira delas diz respeito ao balanço da companhia. Para Graham, o ativo circulante

deveria ser duas vezes maior que o passivo circulante – e aqui entra o papo da contabilidade. Além disso, a empresa precisaria ter um volume de dívidas inferior à diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Se o investidor conseguir comprar uma empresa com essas duas métricas positivas, ele teria, então, uma companhia com altíssima margem de segurança. É uma regra de bolso muito maluca, né?! (risos)

Max: Graham tinha algumas regrinhas com as quais definia um bom investimento, uma boa ação para ter na carteira.

João: No livro *O Investidor Inteligente*, ele inclusive estipulava o que deveria ser o valor de uma empresa de crescimento, por meio de uma fórmula básica que era o lucro anual multiplicado por 8,5 mais 2 vezes a taxa de crescimento anual esperada para a empresa. Mais uma regra de bolso difícil de ser aplicada, não é, Max? Naquele momento, até podiam funcionar, mas era um pouco de chute.

Max: É verdade. A métrica mais famosa dele é a net-net, que mencionamos anteriormente. Seu objetivo é que o investidor encontre ações de companhias que estejam sendo negociadas por um preço inferior ao seu capital de giro líquido (“net working capital”).

João: Atualmente, encontrar uma companhia que negocie abaixo desse indicador é praticamente impossível. Graham o criou no meio da Grande Depressão, quando as companhias ainda sobreviviam, mas seus valores em Bolsa estavam bastante depreciados. Hoje em dia, a dificuldade é gigantesca, porque os componentes do net-net ainda precisam ser ajustados para refletir as operações da empresa. De forma prática, o capital de giro líquido de uma companhia é a diferença entre ativo circulante e passivo circulante. No entanto, Graham ajustava as contas de acordo com o grau de liquidez. Por exemplo, o estoque da empresa é perecível ou possui validade? Se não fosse perecível, ele colocava um fator de ajuste. Fazia o mesmo com os recebíveis dos clientes – afinal, sempre há uma parcela que não dá para receber. Ou seja, Graham entrava em um grau de detalhe que praticamente redesenhava os balanços.

Max: O que torna impossível encontrar uma ação com as regras do net-net!

João: É verdade. O único momento em que foi possível encontrar ações com o uso dessa ferramenta foi durante a grande recessão de 2008-2009. Nos Estados Unidos, isso de fato aconteceu: algumas empresas apareciam em filtros, com o net-net e a força financeira. No Brasil, aconteceu com uma ou outra empresa. Mas foi raro.

Max: Exatamente. Foram momentos raros...

João: E muita coisa também aconteceu dos tempos de Graham para cá. A contabilidade mudou muito. Aliás, essa é uma grande crítica do Buffett, que até comentamos antes. A forma de contabilizar os ativos e de calcular depreciação... tudo mudou muito desde então. Ficou bem mais difícil mesmo.

Max: Acho que outra questão importante já mencionada por nós, mas que vale a pena retomar, é o conceito de margem de segurança. Na minha visão, essa é a ideia do Graham mais interessante do ponto de vista da análise. Trata-se de procurar sempre o ativo que tem pouco a perder e muito a ganhar. A ideia da margem de segurança é realmente importante no momento de escolher uma ação. E o Graham foi o primeiro investidor que falou sobre isso. O ativo precisa ter um desconto em relação ao seu valor intrínseco a ponto de dar segurança, convicção para o investidor comprar. Quando ele aborda esse assunto, comenta a relação entre a margem de segurança e a diversificação. Graham diz que a margem de segurança garante que o investidor tenha mais chance de ganhar. Em outras palavras, ele teria pouco a perder e muito a ganhar. A diversificação, por sua vez, aumenta a chance de a carteira apresentar lucro. Porque pode ser que o investidor perca em alguma ação. Mas, como terá mais ações, a probabilidade de um papel apresentar uma valorização expressiva e a carteira gerar uma boa rentabilidade é maior.

João: Essa ideia vai muito ao encontro do que o John Templeton dizia. Lembra? Ele era um cara que diversificava à beça.

Max: A diferença do Templeton é que ele comprava muitas ações sem analisar muito.

João: Mas ele tinha a mesma linha de raciocínio, digamos assim. O Graham foi também o primeiro que apresentou a questão de olhar o valor intrínseco. É legal até como ele define esse conceito. Vale a pena registrarmos aqui. Ele diz que o valor intrínseco da ação é o valor justificado pelos fatos, ativos, lucros, dividendos e perspectivas da companhia que, por vezes, são diferentes das cotações de mercado da ação. Esse monte de coisas que a companhia tem vai gerar um valor muito diferente da cotação de mercado. Graham comentava que as cotações de mercado eram estabelecidas por manipulações artificiais e distorcidas pelo exagero do comportamento dos investidores. O valor de mercado, portanto, tinha um pouco da influência dessa loucura.

Max: Foi aí que ele lançou uma das suas frases mais famosas: “Compre uma nota de um dólar com uma moeda de 50 centavos”. Isso é exatamente o valor intrínseco. É a ação que vale um dólar, mas que está sendo negociada na Bolsa por 50 centavos. Ou seja, aquilo vale um, mas você consegue comprar por 50 centavos e que, portanto, tem 100% de potencial de valorização, o que representa uma excelente margem de segurança.

João: É bem essa ideia. Nem precisa ser aquela empresa que realmente vai crescer absurdamente nos próximos dez anos. Esse conceito é um pouco diferente daquele das baggers, do Peter Lynch. Você percebe que a empresa está simplesmente abandonada pelo mercado. As cotações estão totalmente distorcidas...

Max: E se tornam irracionais. Quando o mercado está irracional, ele dá condições para o investidor aproveitar as oportunidades. Quando o preço não corresponde ao valor intrínseco da empresa, as ações se tornam uma boa oportunidade. Outro ponto importante que Graham defende no livro *O Investidor Inteligente* é que o investidor deve lucrar com a volatilidade. É a ideia do Senhor Mercado, que, muitas vezes, age de forma irracional, aumentando ou diminuindo os preços das ações quando há algum evento ou fato inesperado.

Nesses momentos, as oscilações são mais bruscas. Graham defende que uma das regras mais importantes para o *value investor* é nunca deixar que as emoções influenciem as suas decisões de compra ou venda. Nas horas mais críticas, é importante ter paciência, disciplina e aproveitar os preços das ações quando eles não condizem com o valor da companhia.

João: É bem legal quando ele cita esse personagem. Graham diz que o Senhor Mercado é um parceiro, um amigo do investidor.

Max: Porque é o Senhor Mercado que vai nos dar oportunidades!

João: De vez em quando, ele vai querer vender coisas por um preço muito baixo. Em outros momentos, vai oferecer ações por preços muito altos. Achei bacana essa colocação do Graham porque é mais ou menos assim que nós, como investidores, devemos ver o mercado: a nosso favor! Mas a grande maioria dos investidores não consegue pensar dessa forma. A psicologia tira qualquer viés positivo ao vermos um mercado em queda.

Max: Um investidor que consegue controlar mais as suas emoções aproveita bem o que o mercado oferece.

João: É isso aí.

Max: O bom investidor é aquele que enxerga o Senhor Mercado como um amigo. É aquele que consegue lucrar com a volatilidade do mercado. Cada vez mais, a gente aprende que é na queda, no estresse, que surgem as melhores oportunidades de investimento. Outro ponto importante é o investidor entender e respeitar o seu perfil. Lá atrás, Graham já falava da importância disso. É importante ser fiel ao perfil e à disposição e propensão ao risco. O Graham comenta esses conceitos que sempre foram motivo de muito debate e estudo.

João: E também da importância de ser cético. Ele tenta transparecer isso de uma forma muito clara para o investidor. Em nenhum momento, ele diz em suas obras que o investidor vai ficar rico. Ele até critica alguns autores de sua época. No posfácio do livro *O Investidor Inteligente*, ele critica especificamente um dos autores de investimento que era seu

contemporâneo. E diz que o importante é ter inteligência para sobreviver ao longo do tempo. Com essa sobrevivência é que o investidor conseguiria construir sua fortuna, o seu patrimônio. Mas ele diz justamente isso que você disse, Max. Tem o investidor defensivo e tem o empreendedor. O investidor tem de entender em qual perfil se encaixa. Não adianta nada querer procurar barganha se for um investidor defensivo, porque não vai ter estômago suficiente para carregar aquelas barganhas por tempo suficiente.

Max: Ou seja, em primeiro lugar, ele tem de saber que é um investidor – e não um especulador – e que isso significa olhar para o longo prazo, entender o negócio e fazer uma análise mais criteriosa. Ele até pode especular, mas com uma parte do dinheiro que possa perder. Então, em primeiro lugar, precisa entender o que é ser investidor e, logo depois, entender o seu perfil.

João: Ainda sobre o perfil, Graham faz uma observação interessante. Apesar de ser um investidor de ações, ele recomenda que todo investidor possua títulos de dívidas. E ele até considera impossível saber qual classe de ativos é melhor para os investidores de longo prazo. As dívidas corporativas podem até se sair melhor do que as ações, a depender das companhias escolhidas. Bem diferente do que o Buffett prega, por exemplo.

Max: João, o que mais? Acho que podemos comentar algumas das suas frases clássicas. Uma delas é: “As pessoas não conseguem prever o que vai acontecer no mercado de ações”. Ele também disse: “O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas”. Outra frase clássica é a seguinte: “Milhões de pessoas tentam, mas a evidência é clara: quanto mais você opera no mercado, mais negocia, menos você mantém e com menos você fica”. Ou seja, quanto menos você operar, negociar ou especular, maior vai ser o seu lucro. Mais uma vez, ele reforça a ideia de você ser investidor, e não ser especulador. Mais alguma coisa, Johnny?

João: Só para fechar Max, eu queria voltar à questão da análise. Graham é um cara que olhava muito a história das empresas. Isso é

muito relevante. Quando calculava os indicadores financeiros, ele procurava olhar históricos grandes. Ele avaliava preço/lucro dos últimos três, cinco, dez anos. Graham sempre montava suas análises com períodos elevados. Inclusive, várias análises dele, principalmente em *O Investidor Inteligente*, são feitas com base em muito histórico de mercado, com uma quantidade de dados impressionante. Ele mostra dados da Bolsa americana desde 1840, 1850. Procura se fundamentar muito bem. Os exemplos de empresas desse livro são todos factuais, reais. Graham encaixa as suas estratégias, a sua forma de olhar a história, mostrando que, se o investidor tivesse seguido o que ele propõe, realmente teria obtido sucesso com diversos dos casos. Acho que é importante essa questão da história, da construção da empresa, das operações.

Max: É a construção da base de análise...

João: ... isso! Olhar a estratégia da empresa. Só para fechar: ele gostava, sim, dos indicadores de preço/lucro, preferencialmente, inferiores a 15 vezes, e ações das empresas que estivessem negociando por um preço/valor patrimonial inferior a 1,5 vez. Eram mais dois pontos-chave da sua análise.

Max: Boa! É isso!

João: É isso, Max!

Max: Encerramos aqui, então, o capítulo sobre o Benjamin Graham, o último dos nossos gurus que abordamos no livro, mas o pioneiro entre todos que estudamos. Vimos que ele não é tão metódico ou tão radical quanto muita gente imagina. Ele é, sim, um investidor mais leve, mais aberto a ideias.

João: E essa característica justifica o fato de ele ser o precursor de todos: ter uma cabeça boa para mostrar um volume gigantesco de histórias e conhecimento para que os seus seguidores se aprofundassem. Sem dúvida, ele foi o pai de todos esses grandes gurus.

• CAPÍTULO 10 •

CONECTANDO AS IDEIAS





Por João Piccioni

Desde os primórdios da sociedade capitalista, escuta-se falar em investimentos. Os precursores desse modo de produção tinham objetivos claros: riqueza e poder. E pouco se sabe (ou se comenta) sobre os arcabouços filosóficos que regiam suas tomadas de decisão.

Os livros de história ensinam que a insensatez e a ganância corriam soltas nas mãos dos especuladores. O famoso episódio da Bolha das Tulipas, acontecido em meados da década de 1630, na Holanda, fez diversas vítimas, pessoas que acreditavam em uma escalada sem fim nos preços das flores. Os investimentos feitos em terras para o seu plantio, por exemplo, foram perdidos quando os preços das tulipas começaram a cair vertiginosamente.

A história mexeu de tal modo com o imaginário da sociedade que o autor escocês Charles Mackay a retratou no livro *Memorando de Extraordinários Engodos Populares e a Loucura das Multidões*, de 1841. Como o próprio nome do livro já diz, a loucura das multidões – ou “efeito manada” – já engendrava as linhas mestras daquilo que mais tarde viria a se chamar finanças comportamentais.

Do outro lado do Atlântico, em meados do século 18, Benjamin Franklin – o “pai da eletricidade” – fez rabiscos sobre o tema de investimentos e poupança. Em seu livro *The Way of Wealth*, de 1758, Franklin introduz, por meio de provérbios, alguns conceitos que mais tarde seriam o alicerce de diversos expoentes do mundo dos investimentos. Apesar de simplórias, as suas recomendações para se alcançar a riqueza se aproximariam muito daquilo defendido pela maior parte dos grandes investidores do século 20.

As abordagens sobre investimentos até o início do século 20 eram bastante incipientes. Sem as bases robustas de um mercado financeiro desenvolvido, não era possível delinear de forma clara o comportamento dos investidores e seus objetivos. Somente com o maior acompanhamento dos preços das ações, realizado por Charles Dow em 1884, é que a história das Bolsas americanas começou a ganhar contornos e os investidores, por sua vez, começaram a procurar padrões de comportamento que os levassem a ganhar dinheiro.

Inicialmente, a preocupação era somente com o simples deslocar dos preços. No livro *Reminiscências de um Especulador Financeiro*, Edwin Lefèvre conta a história de como Jesse Livermore, um dos maiores especuladores do início do século 20, viveu e operou em meio à ebulição e à depressão dos mercados. Seu olho estava sempre voltado para a “fita” – ou para a tela nos dias de hoje – e praticamente não se preocupava com os fundamentos que nutriam as empresas ou as commodities que ele operava. O amor pelo risco e a falta de cuidados com seus investimentos fizeram com que encerrasse sua carreira de forma melancólica: endividado, Livermore suicidou-se em 1940.

Por outro lado, o sucesso de Benjamin Graham nessa mesma época deve-se justamente à grande atenção despendida à relação entre os preços da tela e os números das empresas. A sua leitura era clara: a diferença entre o que se está pagando e o que o negócio realmente vale, em algum momento, deveria se aproximar de zero. Quanto mais discrepante essa diferença, mais atenção o investidor deveria despendar. Mas, mais do que isso, o que realmente trouxe o charme à narrativa

de Graham foi a forma pela qual sua filosofia foi apresentada ao grande público.

Por meio de seus dois livros – primeiro o *Security Analysis* e depois *O Investidor Inteligente* –, Graham praticamente descreveu por completo a história dos mercados americanos. Seus exemplos recheados de detalhes praticamente relegaram todos os seus contemporâneos ao segundo plano. Seu ceticismo e suas regras não procuraram somente mostrar os caminhos das pedras, mas, sim, ensinar como um investidor sábio deveria se comportar perante as situações adversas proporcionadas pelo Mister Market.

Aqueles que procuraram digerir com atenção as lições iniciais do “pai do value investing” obtiveram inestimável sucesso. Já aqueles que pularam os deveres impostos pelas árduas e, ao mesmo tempo, prazerosas leituras podem ter ficado para trás na evolução do *Homo investus*.

Homo investus

A evolução dos mercados financeiros fez com que surgisse, em meio ao caos do ato de investir, o *Homo investus*. Um passo à frente na evolução do então denominado *Homo economicus* – um maximizador por natureza –, o *Homo investus* possui em seu DNA o apetite ao risco, o comportamento irracional e o objetivo de fazer crescer o volume dos seus recursos financeiros.

Acontece que, por vezes, essa espécie prefere se mover com base somente em palavras e acaba esquecendo dos fatos. São inúmeras as frases de efeito que provocam espasmos de sabedoria e, invariavelmente, acabam citadas sem que realmente sejam bem compreendidas. E, na maioria das vezes, são mal aplicadas no contexto dos investimentos.

O mais importante é que o investidor siga sempre em frente na busca pelo aprendizado, sob pena de tomar para si expressões prontas e deixar de lado o valor da investigação na hora de selecionar investimentos.

Dia após dia, pensar, pesquisar, estudar, debater e forjar teses são os atos que, em conjunto, trazem o sabor para o investimento em ações. E mesmo que o prato final seja excelente, a sensação de saciedade nunca é plena. Sempre é preciso mais e mais.

Sob essa ótica, e com base nas lições aprendidas com os nossos gurus, me deparo com a complicada tarefa de delinear pontos que entendo como fundamentais para a construção do perfil do investidor vencedor nas Bolsas de Valores.

Longe de querer me aventurar no campo das certezas, como fez Warren Buffett em sua famosa carta intitulada “Os Superinvestidores de Graham-Doddsville”, na qual enaltece alguns investidores pelos seus resultados fantásticos, vou me aventurar apenas nas ideias que explorei com o Max durante nossa conversa sobre os gurus.

Second-level thinking e o meu investidor vencedor

Howard Marks resumiu muito bem o significado de investir com o conceito do second-level thinking. Em português claro: não se satisfaça com respostas simplórias e óbvias; procure sempre o segundo nível para entender mais a respeito de algo.

Vou citar um exemplo prático. Quando eu era gestor de recursos, um analista me veio com uma ideia de investimento com base na seguinte proposição: “Eu sei que os resultados dessa empresa estão ruins, mas eles vão evoluir quando a economia melhorar e, consequentemente, as ações vão subir”.

Apesar de correta na sua essência – normalmente, as empresas apresentam um melhor desempenho quando a economia vai bem –, essa lógica é incapaz de determinar se os resultados da companhia vão evoluir. É preciso que se entenda o ambiente competitivo, a estratégia da companhia e o apetite dos seus consumidores. Se as respostas a essas questões não forem plenamente satisfatórias, então o investidor não deveria se sentir inclinado a comprar aquela ação.

E, sob essa ótica, ainda vale o ceticismo de Seth Klarman: será que essa companhia conseguirá realmente superar seus pares? Será que os preços deprimidos da ação já embutem tudo de ruim que poderia acontecer? Para ele, o mais importante era comprar na “bacia das almas”, quando a margem de segurança fosse máxima.

Diferentemente de Klarman, tenho uma personalidade menos cética. Acredito um pouco mais nos negócios e nas empresas. Mas confesso que tenho certa tendência a olhar empresas mais malcompreendidas.

Nem sempre as melhores companhias vão se tornar os melhores investimentos. Aquelas que estão em processo de desalavancagem ou que se encontram em mercados complicados podem, sim, surpreender. O investidor vencedor, portanto, precisa ter um pouco mais de Klarman do que de Lynch, ou seja, procurar barganhas com mais afinho.

E as barganhas normalmente surgem dos ciclos do mercado. E aí a história das companhias ganha relevância. Aspectos usuais de como foram concebidas, sobreviveram e ganharam dinheiro são muito relevantes na hora de se analisar as companhias. Os resultados históricos, apesar de antigos, por vezes trazem muitas informações sobre a qualidade dos negócios.

É impossível não conceber um investidor ideal sem o conhecimento histórico dos negócios. Graham era o grande destaque nesse quesito. Como pontuei na primeira parte do texto, ele acabou revolucionando o conhecimento do mundo dos investimentos com suas histórias e exemplos.

Mas, por outro lado, apesar de as notas de rodapé serem importantes, e os infundáveis cálculos dos indicadores financeiros, fundamentais ao se precificar uma empresa, não acho que o investidor de sucesso no mercado atual deva se apegar tão fortemente aos números na sua tomada de decisão, tal qual Graham fazia.

Apesar de ficar encantado com a fórmula mágica de Greenblatt – que, de certa forma, racionaliza o processo de investimento –, prefiro ficar mais ao lado da alquimia de Greenwald, com os cálculos do

earnings power value e suas fatias de valor. Entender como os lucros das companhias são construídos acaba sendo mais relevante na hora de acreditar por anos a fio em uma companhia do que simplesmente engolir os números propagados pelos balanços.

E, logicamente, o que não poderia faltar para o investidor vencedor é a velha e boa dose de paciência. Nesse sentido, Buffett e Munger talvez sejam os melhores representantes da corrente. Não somente pelos seus atos como investidores – muito provavelmente, são os acionistas mais antigos de grande parte das companhias em que investem –, mas também pela longevidade à frente da maior empresa de participações do planeta. Certamente, já viram de tudo e já testaram todas as estratégias possíveis. Ao final, decerto perceberam que manter a calma é a melhor ferramenta para se obter sucesso no mundo das ações.

Sucesso nos seus investimentos!

João Piccioni



Por Max Bohm

Na série As Melhores Ações da Bolsa, atendemos, em geral, investidores iniciantes com um grande desejo de descobrir e entender mais sobre o mercado de ações.

Recebemos diversos e-mails diários e percebemos que a maior aflição desse perfil de investidor é: por onde começo? Como eu monto a minha carteira de ações?

Entendemos e somos impactados todos os dias por essa angústia dos assinantes. Afinal de contas, já fomos iniciantes lá atrás e sabemos que este mundo novo nos deixa perdidos inicialmente.

Nesse sentido, nada melhor do que muita informação e estudo para ganharmos mais confiança como investidores de ações.

Este livro nos brinda com as principais ideias dos gurus que fizeram muito dinheiro com a Bolsa. Todos eles possuem os caminhos do sucesso, mesmo que estes sejam diferentes um dos outros.

Fico imaginando aqui se tivesse me deparado com essa imensa quantidade de aprendizado contida no livro lá atrás, no início dos anos 2000.

Certamente, assimilaria a dinâmica do mercado de renda variável de modo mais rápido e fácil.

Temos total consciência de que um mar de informação também pode confundir um pouco a cabeça do investidor. Não há certo ou errado nesse jogo. Há a sua filosofia de investimento, a sua linha de pensamento.

Se ela for bem definida, sendo munida de paciência e disciplina, a probabilidade de sucesso nos investimentos é grande.

Para mim, este é o grande desafio do investidor: controlar suas emoções e saber aproveitar as irracionalidades do mercado.

Em sua trajetória no mundo das ações, você vai perceber que psicologia e economia andam sempre muito juntas. Por isso, vemos com bons olhos o estudo das finanças comportamentais, hoje amplamente difundidas por Daniel Kahneman, Amos Tversky e Richard Thaler.

Não é possível dissociar aspectos psicológicos da tomada de decisão em investimentos, pois eles estarão sempre nos desafiando no momento de investir. Vale destacar que a emoção no mundo dos investimentos é a sua maior inimiga.

Voltando aos nossos gurus, depois de reler os livros, entrevistas e documentários desses grandes mestres, posso dizer que hoje sou um profissional mais fundamentado e seguro.

Acredito que o mesmo pode se aplicar a você. No entanto, é importante organizar um pouco as ideias dos gurus para que você extraia o máximo dessa valiosa fonte de informação.

Vamos pela ordem dos capítulos.

Bruce Greenwald nos mostrou alguns pontos muito importantes para os quais o investidor deve se atentar antes de comprar uma ação.

É fundamental avaliar as vantagens competitivas da empresa na qual pretende investir e o quanto a sua estratégia é sustentável. Em outras palavras, essa companhia possui marcas renomadas, produtos e serviços indispensáveis ou que atraiam fortemente os consumidores, com barreira à entrada de novos concorrentes?

A Coca-Cola é um ótimo exemplo de uma companhia com essas características. Não é à toa que suas ações são destaque positivo há anos na Bolsa americana.

Há outro ponto de Greenwald que vale a pena ser absorvido: as informações mais confiáveis e sólidas da empresa concentram-se no seu balanço. Logo, não foque em projeções. É importante olhar para o que a empresa é hoje.

Assim, indicadores como caixa, contas a receber, estoques e endividamento já fornecem uma boa fotografia da saúde financeira da empresa na qual você pretende investir.

Mais adiante, aprendemos com Seth Klarman sobre a importância de o investidor atentar sempre para o risco e se perguntar sempre: o que pode dar errado? Qual é a minha chance de perda com esse investimento?

Uma das grandes lições de Klarman é focar mais no risco do que no retorno. Dessa forma, você pode encontrar barganhas com grande margem de segurança, onde há pouco para perder e muito para ganhar.

Klarman também nos deu boas dicas de como “ler” o mercado e construir um portfólio vencedor. Como investidor, é importante não se deixar influenciar por fatores de curto prazo. É nas flutuações geradas pela irracionalidade do mercado que surgem as melhores oportunidades para encontrar barganhas.

Com efeito, você deve ver o mercado de ações como vê promoções em uma loja. Se os preços caírem, você deve ficar feliz por comprar com desconto. Por isso, reserve sempre um caixa para comprar ações de uma boa empresa se estas se desvalorizarem sem qualquer mudança nos seus fundamentos.

Dando sequência à caminhada, chegamos a Philip Fisher, que nos ensinou a dar atenção aos aspectos qualitativos da empresa. Investir em negócios de qualidade é fundamental para o investidor ter mais tranquilidade.

Pontos importantes como governança corporativa, ética e transparência do time de gestão, investimentos em pesquisa, desenvolvimento

e inovação e foco no crescimento de longo prazo devem ser analisados antes de comprar a ação.

Fisher também defendia o valor da informação. Quanto mais soubermos sobre a empresa por meio de conversas com clientes, fornecedores e concorrentes, mais ganhamos convicção sobre o investimento.

E, para investir melhor, Howard Marks nos traz para a realidade e nos dá um choque de verdades.

Segundo Marks, você deve tomar as suas decisões com base no que está acontecendo hoje. Ninguém consegue prever o que vai acontecer com o cenário macroeconômico. Coisas improváveis acontecem o tempo todo.

Com relação a investimentos, Marks destaca que o investidor não vai ter bom desempenho a todo momento, logo, é importante que suas expectativas sejam razoáveis. Almejar metas muito distantes implica maiores riscos e é decepção garantida. Portanto, pés no chão sempre!

Avançando no nosso livro, nos deparamos com a simplicidade e a objetividade de Joel Greenblatt, que ajuda vários investidores há muito anos.

Aqui, gostaria de destacar alguns indicadores importantes para você encontrar aquela empresa que é ao mesmo tempo boa e barata.

Índices de rentabilidade como ROE (return on equity) e ROIC (return on invested capital) são muito bons para atestarmos se uma companhia é lucrativa e gera retornos atrativos aos seus acionistas.

Em paralelo, para encontrar negócios com retornos acima da média e que estão sendo negociados a preços abaixo da média, Greenblatt resalta o indicador earnings yield (Lucro Operacional/Valor da Empresa).

Quanto maior esse indicador, mais barata está a companhia em relação ao que ela gera de lucratividade.

Nesse sentido, encontrar empresas boas e baratas também era um objetivo de Peter Lynch. Sendo um bom observador e conhecendo bem o produto ou serviço da empresa, você identifica negócios interessantes

e está mais apto a investir em suas ações. Se a empresa for bem, a ação deve acompanhar esse momento positivo mais cedo ou mais tarde.

De acordo com Lynch, o investidor pessoa física está em uma posição privilegiada em relação ao investidor institucional (grandes fundos de investimento), pois tem mais liberdade e flexibilidade para encontrar as barganhas rapidamente.

E muitas dessas barganhas Lynch encontrava em companhias de baixa capitalização, as chamadas small caps: empresas em processo de forte crescimento operacional e com um alto potencial multiplicador de valorização.

Portanto, reserve sempre parte do seu patrimônio para esse tipo de companhia. São elas que podem gerar um retorno exponencial na sua carteira de ações.

Por falar de retorno, lembramos diretamente das ideias da dupla dinâmica Charles Munger e Warren Buffett. A dica principal desses dois grandes mestres é: a paciência deve ser uma das maiores virtudes do investidor.

Buffett e Munger sempre afirmaram que muito do sucesso (na vida e nos negócios) vem de saber o que você deve evitar. Daí a importância de manter um aprendizado constante e só investir no que você conhece e com o que se sente confortável.

Compre sempre ações de companhias com ótima gestão, preze sempre negócios de qualidade inquestionável e tenha foco no longo prazo. Para Munger e Buffett, essa é a receita do sucesso.

No entanto, não basta controlar nossas emoções, ter paciência e disciplina, se não construirmos um portfólio interessante e equilibrado.

John Templeton nos ensinou que a diversificação joga sempre a favor do investidor. Tenha sempre uma carteira com ações de empresas distintas, de modo que você possa ganhar e se proteger em qualquer cenário. Se uma ação performar mal, outra pode ter um bom desempenho.

Aproveite o excesso de pessimismo nos mercados para montar o seu portfólio de ações. É justamente nesses momentos que você compra boas ações a preços convidativos.

Invista sempre em valor, e não em tendências de mercado ou previsões econômicas. No longo prazo, o valor é imbatível, diria Templeton.

Já que falamos de valor, não podemos esquecer do pai do value investing, Benjamim Graham. Segundo ele, o importante não é só comprar ações baratas, mas também investir em ações dentro de uma margem de segurança, ou seja, com um desconto significativo em relação ao seu valor intrínseco.

Graham via a volatilidade nos mercados como uma aliada, pois, sem ela, um investidor inteligente não teria a oportunidade perfeita para ir às compras. Compre no pessimismo e venda na euforia.

Esses gurus são exemplos, referências, fontes de extrema riqueza. Ao estudarmos essas figuras ilustres do mercado financeiro, certamente nos engrandecemos como investidores.

Compilando as principais filosofias e ideias de investimento, temos o roteiro abaixo:

- Busque empresas com vantagens competitivas;
- Foque no balanço da companhia;
- Aproveite a irracionalidade do mercado;
- Invista com alta margem de segurança;
- Diversifique seu portfólio na medida certa (até 15 ações);
- Estude e leia bastante. Informação nunca é demais;
- Reserve sempre um caixa para boas oportunidades;
- Tenha em mente que, no mercado de ações, qualidade é sempre melhor que quantidade;
- Tome suas decisões com as informações que você tem hoje, pois o futuro é incerto;

- Atente sempre para indicadores de rentabilidade, governança corporativa e potencial de crescimento antes de investir;
- Paciência e disciplina sempre devem estar juntas com você.

Sermos os portadores dos ensinamentos das maiores influências no mundo das ações nos deixa bastante honrados. Este livro foi um sonho que se tornou realidade.

Mas nada disso importa se a mensagem que tentamos transmitir aqui não tiver um impacto positivo e relevante para os seus investimentos.

Somente consideraremos o nosso dever cumprido se você puder investir melhor e, conseqüentemente, enriquecer com ações.

Esperamos encontrá-lo em uma futura oportunidade e ouvir que o ajudamos a alcançar seus objetivos no mercado de ações.

Um grande abraço!

Max Bohm

Tipografia:
Tinos e Open Sans

Impressão:
Hrosa Indústria Gráfica